

## TENDENCIAS RECIENTES Y PROBLEMAS INMEDIATOS DE LA POLÍTICA DE DEUDA PÚBLICA

Se puede afirmar que hasta 1983 no existió una política de manejo de la deuda pública, confluyendo en la política monetaria la doble tarea de financiar la práctica totalidad del déficit presupuestario y de contener el proceso inflacionista. A partir de aquella fecha se comenzó a utilizar con flexibilidad la política de endeudamiento interior y exterior, buscando una creciente coordinación entre la política de deuda y la política monetaria.

Cumplidos esos objetivos, y otros que por menos destacados no dejan de ser importantes —tales como mostrar a la opinión pública el coste real del déficit y abaratar el coste de los déficit de otros organismos y empresas públicas asumidos por el Estado—, **Raimundo Ortega Fernández** se enfrenta en este artículo con los problemas pendientes de la política de deuda pública. Esos problemas se encuadran, a efectos analíticos, en cuatro grandes grupos: establecimiento de un conjunto estable de instrumentos y fijación de un calendario regular de emisiones; los condicionantes fiscales que la Ley de Activos Financieros ha impuesto a la política de deuda; los efectos previsibles de la implantación del sistema de anotaciones en cuenta autorizado por las leyes de Presupuestos para 1986 y 1987, y, por último, la necesidad de una creciente coordinación entre aquella y la política monetaria.

Al concluir, el artículo deja flotando un grave interrogante sobre las posibilidades de resolver satisfactoriamente todos y cada uno de esos cuatro grupos de problemas, vitales para que la política de manejo de la deuda se convierta en el instrumento de política económica hoy en día necesario.

### I. INTRODUCCION

**E**N el curso de los últimos años España ha sido escenario de una elevación continua de la participación del sector público en la economía nacional. Si en 1974, justo al comienzo de la crisis desencadenada por la primera elevación de los precios del petróleo, el gasto de las administraciones públi-

cas ascendía al 22,5 por 100 del PIB, en 1985 había pasado al 40,6 por 100. Como la evolución de los ingresos no avanzó al mismo ritmo —en esos once años pasaron del 22,7 al 34,4 por 100 del PIB—, el déficit público, que en 1977 era prácticamente inexistente, se situó en el 6,2 por 100 del PIB en 1985 (1).

Así pues, hemos asistido en

esta década larga a una absorción creciente de recursos financieros por el sector público en detrimento de la financiación a la inversión privada. Prueba de ello es que si en 1974, por volver a citar la fecha antes elegida, las administraciones públicas sumaban su participación al ahorro de las familias y empresas no financieras como principales componentes del ahorro nacional, en 1985 el déficit público absorbió el 27,3 por 100 del ahorro bruto de aquéllas.

Financiar déficit públicos tan elevados y persistentes no ha sido, por cierto, tarea fácil, habiendo planteado a las autoridades económicas dilemas angustiosos. Y ello tanto más cuanto los sucesivos gobiernos democráticos que a partir de 1977 detentaron el poder en España se han fijado tres objetivos económicos para sacar a nuestro país del profundo estancamiento provocado por las dos crisis del petróleo: reducir las tensiones inflacionistas, equilibrar el déficit de la balanza por cuenta corriente y promover la recuperación de la inversión privada. Para la consecución de los dos primeros era imprescindible poner en práctica una política monetaria que limitase de forma decidida el crecimiento de la cantidad de dinero, quebrando de esta forma las expectativas inflacionistas de los principales agentes económicos y estableciendo un clima de confianza respecto a la evolución del tipo de cambio de la peseta. Simultáneamente, el ritmo de crecimiento permitido al crédito al sector privado dependía en forma directa de cuál fuese la magnitud de los fondos de préstamo absorbidos por las necesidades financieras del sector público.

Establecidos unos objetivos

en términos de crecimiento de la cantidad de dinero que no se debía sobrepasar, el Banco de España se veía enfrentado al dilema de monetizar el déficit público o de compensarlo mediante la reducción de la base monetaria facilitada a los restantes sectores de creación de la misma, lo cual equivale a decir la facilitada al sector privado. Por lo general se ha preferido la vía de monetizar el déficit, utilizando la técnica de girar sobre la cuenta del Tesoro en el Banco de España y consolidar después, de acuerdo con sucesivos mandatos contenidos en las leyes de Presupuestos Generales del Estado, ese recurso en un crédito del banco emisor al Tesoro público sin plazo de amortización y sin interés (2).

Pero como el Banco de España estaba simultáneamente obligado a mantener la tasa de expansión de la cantidad de dinero en los niveles fijados por el gobierno, se veía forzado a actuar con carácter compensador emitiendo títulos propios que colocaba entre las entidades de depósito a tipos de mercado para drenar los volúmenes de liquidez necesarios. Así nacieron los certificados de depósito, después titulados certificados de regulación monetaria —CRM— del Banco de España. La razón de su creación residía en la ausencia de instrumentos en forma de títulos de deuda pública a corto plazo en cantidad y con las características adecuadas. Así pues, la aceleración en la magnitud del déficit público a partir de 1980 provocó un aumento espectacular del saldo vivo de CRM emitidos por el Banco de España: algo más de 990.000 millones a finales de 1982 y 1.770.000 cuando concluyó 1983.

Para esas fechas la situación era insostenible y exigía un pronto remedio. Para empezar, el ahorro del Tesoro público, al no tener que pagar los intereses de una deuda no emitida, quedaba sobradamente compensado por los menores beneficios ingresados por el Banco de España (3).

A estos costes de la política de financiación del déficit mediante su monetización cabe añadir otros dos íntimamente unidos: la fragmentación de los mercados a corto plazo y la distorsión en la estructura de los tipos de interés también a corto. En efecto, habida cuenta de que las normas legales impedían, e impiden, al Banco de España realizar operaciones con entidades no-financieras, la colocación de sus certificados se efectuaba en la práctica tan sólo entre las entidades de depósito, limitando de esta forma la difusión de los efectos buscados por la política monetaria, que no alcanzaban al resto de las entidades financieras y a los agentes económicos sino con un retraso más que considerable, y por ende su efectividad. A ello se añadía que en los momentos en los cuales el emisor —o sea, el Banco de España— se veía en la necesidad de drenar liquidez por volúmenes importantes, se encontraba ante un «mercado de compradores» capaz de imponerle una remuneración muy alta por los fondos que le prestaba. Ahora bien, esos tipos de interés eran, desde luego, superiores a los que se hubieran negociado en un mercado abierto a todo tipo de inversores, motivando así una distorsión en la estructura de tipos de interés —una curva invertida, como se ha puesto de moda decir hoy día— en la cual el Tesoro, que comenzó a emitir su propia deuda a corto a me-

diados de 1982, tuvo que ofrecer un rendimiento superior a los de los depósitos de bancos y cajas de ahorros a plazos equivalentes, e incluso al de otros activos privados y negociados en las Bolsas de Comercio —tal como las letras de cambio.

Brevemente descrita, ésta era la situación existente en 1982, situación que la nueva política de financiación del déficit público se propuso corregir. Este trabajo intenta exponer las líneas maestras que guiaron ese empeño. Para ello, lo he dividido en dos grandes apartados: en el primero resumo cuáles eran las preocupaciones esenciales entre las personas responsables de la política de manejo de la deuda pública y cómo se enfrentaron a ellas; en el segundo discuto los que, en mi opinión, constituyen los problemas pendientes para conseguir que el manejo de la deuda pública se convierta en el instrumento de la política económica, dúctil y potente, que es en algunos de los países más desarrollados económicamente.

Dos cuestiones destacan en el primer apartado: primera, la novedad que supuso una utilización flexible de la política de endeudamiento exterior, y segunda, la atención prestada a la coordinación entre la política de deuda pública y la política monetaria. Por lo que al segundo apartado atañe, los problemas creados por el marco fiscal a la realización adecuada de la política de deuda adquieren para mí una relevancia especial, que justifica un examen detallado.

## II. EL CAMBIO DE POLÍTICA EN LA FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT

Acabamos de describir la situación existente al comienzo de 1983, e indicaremos ahora los principios que guiaron su corrección. Esta tarea de corrección tuvo dos etapas muy distintas: durante 1983 se intentó asegurar una transición suave hacia la política, radicalmente diferente, que se inició en 1984.

En efecto, durante 1983 las preocupaciones fueron, ante todo, implantar sólidamente la deuda a corto plazo —los pagarés del Tesoro— con el doble fin de proporcionar al Banco de España un instrumento para su política de control monetario y, paralelamente, introducir esta modalidad de deuda pública en el extremo a corto plazo del mercado de capitales, tradicionalmente reservado a los depósitos bancarios —lo cual explica la resistencia de bancos y cajas de ahorros a la emisión de esta clase de activos. La buena acogida a los pagarés del Tesoro permitió conseguir un segundo objetivo; a saber, detener la tendencia seguida en los últimos años de monetizar el déficit; prueba de ello es que el recurso del Tesoro al Banco de España pasó de 867.000 millones de pesetas en 1982 a 135.000 millones en 1983. El tercer y último objetivo fijado fue proceder a reordenar la política tradicional de emisiones a medio y largo plazo. En octubre de 1982 el Tesoro había realizado una emisión que alcanzó gran éxito: se colocaron algo más de ochenta mil millones de pesetas en bonos del Estado con un interés del 16 por 100 y un plazo de amortización de dos años. En realidad, el éxito probaba el fra-

caso de la política de deuda seguida en esos años; el que debía ser el emisor más prestigioso del mercado se veía obligado a ofrecer rentabilidades mucho más elevadas que numerosos emisores privados.

Se decidió, según he afirmado antes, reducir el recurso a los mercados interiores, como lo prueba el hecho de que las emisiones brutas de deuda a medio y largo plazo ascendieron ese año a 100.000 millones de pesetas frente a 225.000 millones el año anterior. En los mercados exteriores el Tesoro fue, por el contrario, mucho más activo. Aquí el objetivo fijado fue, precisamente, ampliar la presencia de España y conseguir poco a poco que nuestro país apareciera en mercados en los que nunca había estado presente, al tiempo que prestigiar nuestro nombre en aquellos otros en los cuales habíamos sido considerados como un prestatario de segunda categoría; en suma, ese año se financió el equivalente a algo más de 190.000 millones de pesetas en los mercados exteriores de capitales, frente a los 106.000 de 1982.

Para 1984 estaba ya diseñada la política de financiación del déficit que ha caracterizado la etapa elegida como punto de referencia en este ciclo. Dicha política perseguiría los objetivos que se describen en los próximos siete epígrafes.

### 1. Incremento de la financiación directa en los mercados de capitales y reducción de los anticipos del Banco de España al Tesoro público

El Tesoro era muy consciente de la necesidad de evitar que el

déficit público y su financiación promovieran expansiones monetarias excesivas y persistentes, que siempre acababan traducéndose en un impulso inflacionista. Por ello se decidió emprender una política de deuda pública que, en sus rasgos más generales, puede caracterizarse como orientada hacia el recurso al mercado de capitales, con emisiones de títulos adecuados a las preferencias de los ahorradores y tipos de interés competitivos.

### 2. Mantener la política de emisiones de deuda a corto plazo

A pesar de las reticencias de las instituciones de depósito, la elevada magnitud del déficit presupuestario hacía imprescindible mantener las emisiones de pagarés del Tesoro, título que pronto alcanzó el favor de inversores y mercados, dado su ajuste a la preferencia por la liquidez de los inversores particulares —lógica en un clima económico dominado todavía por fuertes expectativas inflacionistas— y su ductilidad para convertirse en instrumento de la política de tesorería de empresas no-financieras —como demostró el rapidísimo auge alcanzado por el mercado bursátil de pagarés del Tesoro y las «cesiones temporales» de entidades bancarias.

A estas razones se unió la decisión, adoptada a finales de 1983, de que el Banco de España cesara en la emisión de certificados de regulación monetaria —que fueron sustituidos a su vencimiento, a lo largo de 1984, por pagarés del Tesoro—, pasando la deuda a corto del Estado a convertirse en el instrumento básico de la política de control monetario. Esto supuso la

conversión de 1.854 miles de millones de pesetas de CRM en pagarés en un período relativamente corto, e impuso la necesidad de llevar a cabo una operación negociada con bancos y cajas para evitar que los vencimientos de aquellos pasivos del Banco de España —centrados básicamente en el primer semestre de dicho año— colapsaran el mercado de deuda pública.

Después, la continuidad de déficit presupuestarios más elevados de lo que hubiera sido deseable explica el rápido crecimiento del saldo vivo de este instrumento a corto, y ello a pesar de los esfuerzos emprendidos por el Tesoro para colocar deuda a medio y largo plazo y elevar de esta forma la vida media de la deuda pública. Se comprende así que los pagarés en circulación aumentasen durante 1984 en 2.365 miles de millones y en 1.425 miles de millones de pesetas a lo largo del año siguiente, hasta alcanzar su saldo vivo a 30 de junio de 1986 nada menos que 6.721,1 miles de millones de pesetas, cifra que había descendido a 5.962,8 miles de millones al finalizar diciembre de ese mismo año.

La vida media de la deuda interior forzosamente descendió en el curso de estos años. A finales de 1982 era de 2,95 años si excluimos las cédulas para inversiones; en 1984 de 1,04; en 1985 de 1,32 y a finales de diciembre de 1986 de 2,03. De todas formas conviene destacar que dicha reducción de la vida media es producto únicamente de la creciente participación de la deuda a corto en el total de estos pasivos del Estado, pues la vida media de la deuda a plazo superior a 18 meses ha ido aumentando —de 2,18 en 1982 a 4,38 en diciembre de 1986. Las

mejoras en este aspecto concreto son mucho más espectaculares en la deuda externa, como luego se comentará.

La política de deuda pública a corto plazo seguida por el Tesoro no puede analizarse sin tener en cuenta los efectos que sobre la demanda de este instrumento originó no ya la aprobación, sino la simple discusión parlamentaria de la ley 14/1985, o Ley sobre régimen fiscal de determinados activos financieros. Los múltiples efectos que esta ley produjo serán discutidos detalladamente al tratar el punto de la coordinación entre la política de deuda y la política monetaria. Ahora interesa subrayar que motivó una extraordinaria demanda durante los primeros meses de 1985 y, posteriormente, dio lugar a un espejismo respecto a cuál podría ser el tipo de interés «apropiado» de los pagarés, con todas las consecuencias que de ambos hechos se han deducido.

### **3. Utilización flexible y económica de la deuda exterior**

La deuda exterior del Estado a finales de 1982, si bien era de cuantía relativamente importante —un 15 por 100 de los pasivos del Estado—, distaba mucho de satisfacer los que deben ser los objetivos básicos de cualquier política eficiente de manejo de esta clase de deuda: era cara, presentaba una concentración peligrosa en una sola moneda —el dólar americano—, su vida media resultaba corta —4,3 años— y carecía de los mecanismos precisos para flexibilizar su manejo de forma tal que pudiera mejorarse la carga financiera que para nuestro país suponía. Eran, pues, esos objetivos los que debían perseguirse.

Si el Reino de España —término con el cual se nos conoce en los mercados internacionales de capitales— pretendía ser un prestatario continuo y prestigioso en dichos mercados, había de desecharse inmediatamente el objetivo —aparentemente sensato— de endeudarse al mínimo coste posible en cada operación realizada. Por el contrario, la finalidad perseguida por el Tesoro consistió en conseguir el coste medio mínimo posible para la totalidad de la deuda exterior viva en cada momento.

Ello supuso en más de un caso rechazar la tentación de obtener las condiciones más favorables en una operación concreta, a fin de mantener el mejor mercado posible para el Reino de España en el futuro. De tal forma que con cada operación se buscaba, por así decirlo, mejorar las condiciones de la siguiente o siguientes.

Esta finalidad estaba íntimamente relacionada con la necesidad de prestar una atención especialmente cuidadosa a los mercados secundarios. Es evidente que la cotización del papel del Reino en los mercados secundarios influye poderosamente en el coste de las futuras emisiones. Esta preocupación se traduce en ocasiones en la conveniencia de elegir una propuesta algo más cara que otra —una regla de oro es la de desconfiar siempre de las ofertas muy agresivas— por la seguridad que dan —o que se tiene— determinadas instituciones dirigentes de la operación respecto a sus compromisos y sus posibilidades para actuar como «cuidador del mercado» de los títulos del Reino —apoyándolos cuando resulte necesario— durante la emisión y, lo que es más importante, durante su restante vida.

En los años que este trabajo describe, la política de endeudamiento exterior prestó también especial atención a la ampliación de los mercados en los cuales el Reino podía obtener fondos. Era evidente que un prestatario que se limita —por fuerza o de grado— a unos cuantos mercados tiene mayores posibilidades de soportar mayores costes que si tiene acceso abierto a una gama más amplia de mercados.

Igualmente importante para el coste de la financiación es la percepción que el mercado tiene del prestatario; dicho de otra forma, el riesgo que éste representa para el prestamista. Es indudable que ello deriva fundamentalmente de cuál sea la política económica que el gobierno del país en cuestión esté llevando a cabo y no de la publicación de caprichosos *ranking* en revistas especializadas —en nuestro caso lo fundamental era cómo podían percibir y juzgar los prestamistas extranjeros el esfuerzo para corregir los desequilibrios básicos de nuestra economía: déficit público, balanza por cuenta corriente, inflación, reconversión industrial y perspectivas de las negociaciones de acceso a la CEE. El ejemplo más claro fue el largo y difícil proceso de obtención del *rating* para emitir papel comercial en EE.UU., como primer paso para colocar títulos a medio y largo plazo en el *Yankee market*.

Las consideraciones de coste que, en la forma al comienzo enunciada, constituyen objetivo primordial de cualquier política de endeudamiento exterior bien concebida están también estrechamente relacionadas con otros dos factores: la conveniencia de evitar un excesivo riesgo por divisas y la necesidad de pla-

nificar cuidadosamente la política de endeudamiento.

A finales de 1982 un 62 por 100 de la deuda externa del Reino de España estaba denominada en dólares, frente a un 10 por 100 en FS; un 18 por 100 en DM; un 4 por 100 en yens; un 5 por 100 en libras esterlinas, y el 1 por 100 en monedas tales como el florín holandés. Es claro que quienes gestionan la deuda externa de un país están obligados a evaluar los riesgos implícitos en la evolución de las divisas en las cuales contratan las operaciones. Pero hay que ser modestos y reconocer con cuánta facilidad se equivocan en este campo incluso los más expertos. La solución es, pues, diversificar las divisas en que el país se endeuda como mejor medio para evitar o reducir al máximo el riesgo de divisas.

La planificación de la política de endeudamiento es otro factor importante. Dentro del marco anual que imponen nuestras leyes de Presupuestos, la gestión de la política de deuda externa supone planificar y decidir aspectos importantes: ¿cuándo realizar una operación de crédito o una emisión? La respuesta es evidente: cuando se juzgue que las condiciones del mercado son las mejores posibles. Pero decidir *cuándo son las mejores posibles* es difícil; si no se actúa hoy el mercado puede empeorar, pero si se actúa hoy el mercado puede mejorar dos semanas después y la diferencia puede suponer cientos de millones de pesetas para el Tesoro.

Por otro lado, diversas consideraciones deben tenerse siempre presentes. Por ejemplo, existen mercados íntimamente interrelacionados, de tal forma que la actuación en uno de ellos

repercute casi inmediatamente en los otros. Si el Reino realiza una emisión a tipo fijo en el mercado suizo, su éxito o fracaso incidirá en posibles operaciones similares —o en la evolución de las emisiones ya cotizadas— en Alemania Federal o en Holanda. Igualmente, una operación en el mercado de euronotas que diese la espalda a la situación del mercado americano de papel comercial sería, cuando menos, muy criticable.

La evolución de los distintos mercados internacionales de capitales se ha caracterizado durante los dos últimos años por la aparición de nuevos instrumentos o el perfeccionamiento de técnicas, una de cuyas principales consecuencias ha sido el posibilitar a los prestatarios la consecución de ahorros sustanciales a la carga financiera de la deuda contraída.

Posibilidades de reembolsos anticipados, trueques de divisas o tipos de interés, facilidades crediticias de apoyo renovables, emisiones simultáneas en mercados diferentes y otras modalidades que no es necesario mencionar suponen otros tantos medios a disposición del prestatario que desee y sepa flexibilizar la estructura de su endeudamiento con vistas a conseguir los objetivos básicos de su política de deuda.

Un rasgo específico de las preocupaciones del Tesoro en este campo de la deuda externa ha sido —y sigue siendo— la multiplicidad de prestatarios españoles que actúan en los mercados internacionales. Empresas públicas, organismos oficiales y grandes empresas privadas, como las eléctricas y las concesionarias de autopistas, pueden —y suelen— concentrar a veces

en muy pocos mercados y con escasa diferencia de tiempo sus operaciones. Ocasiones ha habido en los últimos años en las cuales, en el curso de un trimestre, no menos de cuarenta prestatarios españoles han estado planeando, negociando o firmando simultáneamente operaciones de endeudamiento exterior en sólo cuatro mercados.

El Tesoro, como miembro activo de la Comisión Interministerial de Financiación Exterior (CIFEX), ha utilizado a fondo todas las posibilidades legales que a las autoridades monetarias confiere el Real Decreto 2549/1977 para exigir, ante todo, una planificación cuidadosa de sus operaciones de endeudamiento exterior a los prestatarios públicos o a los privados con garantía pública; complementada por la negativa a autorizar propuestas concretas cuando se juzgaban mal concebidas, extemporáneas o excesivamente costosas en relación con la calidad del prestatario concreto; simultáneamente, se puso en marcha un sistema de información destinado a permitir en todo momento un conocimiento actualizado de la situación de los distintos mercados internacionales, así como de las condiciones logradas por los prestatarios españoles en los mismos.

#### **4. La coordinación entre la política de manejo de la deuda y la política monetaria**

Era evidente desde un principio que la decisión de conceder a las emisiones de deuda la responsabilidad principal en la tarea de financiar el déficit público —relegando el recurso al crédi-

to del Banco de España a un papel lo más secundario posible— ponía en primer plano el problema de afinar la conexión entre estos dos poderosos instrumentos.

La situación se presentaba, a finales de 1982, muy clara. La existencia de un déficit público importante y persistente, combinada con la necesidad de una política monetaria restrictiva —que se juzgaba vital para combatir la inflación y apoyar la evolución del tipo de cambio de la peseta—, planteaba un dilema inmediato. No podía seguir existiendo una duplicidad de instrumentos —los pagarés del Tesoro y los certificados de regulación monetaria del Banco de España— y, consiguientemente, de mercados, por lo que, a comienzos de 1984, se procedió a suspender la venta de certificados por el Banco de España, y el Tesoro se hizo cargo de la tarea de emitir los pagarés necesarios tanto para cubrir la mayor parte de la financiación —alrededor del 65 por 100— del déficit presupuestario como para facilitar el drenaje de activos de caja por parte del Banco.

En aquellos momentos esta deuda pública a corto plazo tenía tres clases de demandantes: las entidades de depósito que la adquirieron a raíz de las operaciones de canje con los certificados de regulación, a medida que éstos iban venciendo o por deseo de materializar en estos títulos del Tesoro sus excedentes de tesorería; las empresas y particulares que veían en los pagarés un instrumento idóneo para la materialización de los extremos más líquidos de sus carteras; por último, el propio Banco de España en cuanto precisaba adquirir pagarés con el fin de constituir una cartera que le permitiese drenar liquidez del sistema ban-

cario mediante la oferta de estos activos.

A esas fuentes de demanda se unió muy pronto otra de considerable importancia. Efectivamente, a raíz de la publicación del Real Decreto-Ley 6/1984, de 8 de junio, las entidades de depósito se vieron forzadas a constituir una demanda cautiva en pagarés para cumplir el coeficiente de inversión en deuda pública del Estado o del Tesoro, que la citada norma implantó para ayudar a financiar el déficit y ayudar al control monetario.

Pero a los pocos meses, exactamente a finales del invierno de 1985, comenzaron a plantearse las primeras dificultades en el manejo de ambos instrumentos. La demanda de pagarés había ido creciendo rápidamente a lo largo del otoño y el invierno de 1984-85, debido sobre todo a la fuerte demanda por parte de las empresas y los particulares. El mecanismo fundamental de alimentación de tal demanda fue la cesión temporal de pagarés, con pacto de recompra, por parte de las instituciones financieras. Habida cuenta de que el Banco de España había pasado a considerar los activos líquidos en manos del público (ALP) como principal variable instrumental en su proceso de control monetario —en detrimento de las disponibilidades líquidas (M3)—, se produjo una autoalimentación muy notable en su tasa de crecimiento que llevó al Banco a intentar frenarla a partir de abril de 1985 mediante la oferta de pagarés de su cartera, en cesiones temporales primero, y a vencimiento después, a tipos más elevados que los que el Tesoro parecía dispuesto a aceptar en sus emisiones quincenales.

La situación se complicó por

los efectos derivados de la Ley 14/1985, que establecía el nuevo régimen fiscal de determinados activos financieros. Esta compleja y discutida Ley (4) considera rendimientos del capital mobiliario, y por ende las somete a retención, a las contraprestaciones de todo tipo que se satisfacen por la captación o utilización de capitales ajenos. De forma muy concreta, el texto legal considera tales la rentabilidad de todos los activos emitidos a descuento, con la excepción principal, pero no única, de los pagarés del Tesoro. Establece igualmente dos clases de retenciones: la general, del 18 por 100, y otra especial, del 45 por 100, de carácter anónimo y practicada en el momento de la primera colocación de determinados activos —fundamentalmente los emitidos por entidades de depósito. Por último, la Ley regula, en su aspecto menos discutible, las obligaciones de información de los retenedores, al objeto de asegurar la necesaria transparencia fiscal.

La discusión del proyecto de Ley originó una transformación masiva en pagarés de activos emitidos por entidades diferentes del Tesoro, habida cuenta de los privilegios fiscales de que éstos gozarían desde el momento de entrada en vigor de la Ley. En consecuencia, empezó a erosionarse la conexión hasta entonces existente entre los mercados de pagarés y los restantes mercados de activos financieros privados competitivos, que tan importante había sido para la eficaz transmisión de la política monetaria. Esta quiebra en el principio de utilización armónica de la política de manejo de la deuda y de la política monetaria se vio pronto ahondada por otras dos circunstancias: la pri-

mera, derivada estrictamente del régimen fiscal establecido por la ya citada Ley 14/1985; la otra, producto de la instrumentación aplicada por el Banco de España en su conducción de la política monetaria (5). Analicemos a continuación, sin detenernos en excesivos detalles, el primero de ambos factores.

La entrada en vigor de la ley sobre régimen fiscal de determinados activos financieros originó, como se acaba de indicar, un cuantioso flujo adicional de demanda de esta clase de deuda a corto plazo por motivos presumiblemente ligados a razones diversas de ocultación fiscal. Los beneficios de ésta, no obstante, se limitaban casi exclusivamente a los particulares, pero no a las entidades de depósito ni a la mayoría de las empresas. Se produjo, pues, una diferenciación en la demanda de pagarés: la proveniente de sujetos interesados en mantener la ocultación fiscal y eludir la retención, que adquirirían pagarés a largo plazo y estaban dispuestos a aceptar rentabilidades bajas, y aquella relacionada con el conglomerado de demandantes desinteresados en ocultar patrimonios o evitar retenciones, que dirigía sus peticiones a los plazos cortos y no estaba dispuesta a aceptar rentabilidades artificialmente bajas.

El resultado fue una curva de tipos de interés a corto invertida, con tipos más altos en los plazos hasta tres meses, aproximadamente, y más bajos a partir de los seis meses. Este perfil inicial fue acentuándose a medida que avanzaba el año 1985, con lo cual se ampliaba el diferencial entre los tipos de interés de los pagarés y los de los activos negociados en los restantes mercados monetarios. A los

efectos directos que esta segmentación de mercados produjo en el grado de eficacia de la transmisión de las decisiones de política monetaria en el continuo de mercados a los cuales habitualmente afecta, debe añadirse la inestabilidad provocada en los multiplicadores monetarios y la consiguiente falta de fiabilidad en las sendas de intervención mensualmente trazadas por el Banco de España.

Comentemos ahora el segundo escollo antes indicado. Es bien sabido que la instrumentación de la política monetaria depende, en último lugar, de que el Banco sea capaz de atemperar el volumen de financiación neta ofrecida por el sistema bancario al ritmo de expansión de los ALP —antes de M3— perseguido por el Banco emisor. Pues bien, para ello debe contar con un marco de referencia razonablemente estable, de tal forma que pueda conceder créditos de regulación monetaria o colocar pagarés —antes sus propios pasivos— en los volúmenes adecuados a la finalidad antes señalada. Desde mediados de 1985 ese esquema se vio bruscamente alterado; las entidades de depósito perdieron alicientes para mantener excedentes sobre los coeficientes legales y disminuyó la posibilidad de colocarlos entre su clientela. La fluidez y eficacia de la política monetaria quedó así condicionada por dos factores ajenos al Banco: el deseo del público de obtener pagarés de las carteras de los mayoristas —fundamentalmente bancos y cajas de ahorros— y la política de emisión practicada por el Tesoro, política en la que iban a pesar cada vez más las consideraciones ligadas a la finalidad de reducir la carga financiera de la deuda, utilizando a fondo las

ventajas derivadas de la pretendida existencia de una bolsa gigantesca de defraudación fiscal en situación de disponibilidad permanente.

## **5. Regularizar la política de emisiones y afinar sus técnicas**

Hasta 1983 el Tesoro había practicado una política de emisiones ciertamente imprevisible. El mercado de capitales desconocía las pautas de emisión del Tesoro y el simple rumor de que iba a abrir sus ventanillas originaba expectativas poco gratas entre los restantes emisores habituales, especialmente entre los de carácter público, a quienes no agradaba en absoluto competir con el Estado y menos aún verse relegados, a veces sin preaviso, a fechas diferentes de aquéllas para las cuales habían planeado cuidadosamente y con mucha anticipación su presencia en el mercado.

Por lo que al Tesoro respecta, el sistema utilizado tampoco era bueno. Aparecer esporádicamente, rodeando la emisión de un bombardeo publicitario, para desaparecer después en un letargo, en ocasiones de muchos meses, no era beneficioso. Desde un principio se orientaron los esfuerzos realizados en este campo a programar desde comienzos de año el calendario de emisiones, de tal forma que los inversores y los restantes emisores públicos y privados conociesen de antemano las fechas en las cuales el Tesoro iba a «estar en el mercado». Cierto que el objetivo no se ha cumplido aún a plena satisfacción, pues la observancia de los requisitos legales implícitos en el sistema de autorizaciones contenido en la

Ley de Presupuestos y la necesidad de aprobación de las emisiones mediante decretos ha obstaculizado en más de una ocasión el respeto a los calendarios previamente trazados, si bien en 1987 se observa un empeño en superar esos obstáculos.

Esa política de regularización de las emisiones ha ido acompañada de un esfuerzo constante de divulgación y propaganda dirigido a insuflar entre el público inversor la idea de que siempre puede adquirir papel del Estado. Es decir, que cuando no hay emisiones la alternativa es un mercado secundario de deuda pública cada día más amplio y líquido.

Paralelamente, se intentó mejorar los métodos de emisión (6). Parecía a todas luces evidente que el sistema de emisión abierta, con tipo de interés prefijado, presentaba inconvenientes claros en épocas caracterizadas por tipos de interés fluctuantes y por condiciones inestables de mercado. La emisión de bonos del Estado al 16 por 100 de octubre de 1982 fue una muestra clara de los errores que los gestores de la deuda pueden cometer al utilizar este sistema de emisión.

Puesto que en 1983 no existía un mercado secundario amplio y flexible, ni contábamos en nuestro país con la tradición necesaria para ello, las ventajas características del sistema de emisión continuada difícilmente podían alcanzarse en nuestro país. Era claro, por tanto, que el Tesoro debía encaminar sus pasos hacia la implantación plena de un sistema de emisión basado en el juicio del mercado: me estoy refiriendo al sistema de subasta.

Tal sistema se aplicó inicial-

mente a la emisión quincenal de pagarés del Tesoro, para traspasarse después a la deuda a medio y largo plazo. Así, la emisión de obligaciones del Estado de octubre de 1983 fue la primera en la cual el Tesoro tanteó la situación del mercado para fijar el tipo de interés de sus títulos. El sistema no dejaba de tener sus propias dificultades —a las que se añadirían desde mediados de 1985 las derivadas de una interpretación rigorista de la ley de activos financieros—, lo cual explica que hasta 1986 no se haya aplicado a los bonos. Lo que sí parece claro es que en el futuro toda la deuda pública se emitirá por el procedimiento de subasta —exceptuando la llamada «deuda desgravable», desaparecida en 1987—, sin duda el más apropiado por las características de flexibilidad y minimización de coste que le adornan.

## **6. Ordenar los déficit asumidos**

El crecimiento espectacular de la deuda pública entre 1982 y 1984 es consecuencia directa de la decisión de recurrir a los mercados de capitales para financiar el déficit presupuestario, reduciendo al mínimo posible su monetización en el Banco de España.

Pero, como he apuntado anteriormente, existen otros factores que han contribuido al déficit y que conviene, por tanto, tener en cuenta al comentar la evolución de la deuda pública y de su carga financiera. El primero de esos factores reside en decisiones políticas que cabe calificar de excepcionales y, en principio, irrepetibles: tales son la Ley 3/1983, de regularización de deficiencias presupuestarias y

créditos no contabilizados que, por un importe de 633,5 mil millones de pesetas a finales de 1985, suponía el 7,6 por 100 de la deuda pública viva a esas fechas.

Otro elemento excepcional es la emisión motivada por el saneamiento del grupo Rumasa; 440 mil millones de pesetas, que equivalen al 5,3 por 100 de la deuda viva al concluir ese mismo año.

A ese 12,9 por 100 cabe añadir un 4,9 que proviene de deudas del INI asumidas por el Estado —y que, por desgracia, se incrementarán al asumir nuevamente el Estado deudas del Instituto en el Presupuesto de 1987—; un 2,1 por 100 debido al saneamiento de corporaciones locales y comunidades autónomas; un 24,9 por 100 por emisiones de cédulas para inversiones —es decir, por la obtención de recursos destinados a proporcionar financiación privilegiada a determinadas actividades y sectores productivos privados—, y un 22 por 100 como consecuencia de la sustitución de los CRM del Banco de España por pagarés del Tesoro destinados a facilitar la regulación monetaria.

Gran parte de estas deudas constituyen un lastre para el Tesoro ante el cual éste nada puede hacer. Las únicas excepciones están constituidas por la motivada en la Ley 3/1983, por tratarse de un crédito del Banco de España sin interés y con un plazo de 40 años para su amortización, y aquellas que provienen de endeudamientos del INI, fundamentalmente los de carácter exterior. Aquí, el Tesoro, aprovechando ya en 1985 la favorable situación de nuestra balanza de pagos, inició una política de amortización anticipada

que ha ahorrado cantidades muy considerables al país.

### **7. Mostrar a la opinión pública el coste real del déficit**

La política ortodoxa de financiación del déficit tenía un último objetivo no perseguido explícitamente, pero que se juzgaba deseable a todas luces: el de mostrar con toda crudeza el coste del déficit público.

Una de las razones de la preferencia por la monetización del déficit público mediante el recurso al Banco de España, a pesar de sus evidentes desventajas de tipo macroeconómico, es que oculta temporalmente el coste de mantener el déficit. Aun cuando nadie podía ignorar la importancia que adquirió el pago de los intereses de los CRM emitidos por el Banco para controlar la expansión de la liquidez, originada por el déficit presupuestario, lo que podríamos denominar el «velo de la financiación del déficit» se ha seguido manteniendo, mostrando de forma palmaria cuán impermeables son los mitos a su destrucción por la razón. En efecto, la idea de que el recurso al Banco de España tan sólo mejora en apariencia las cuentas públicas y que basta consolidar Tesoro y Banco en un único agente económico para darse inmediatamente cuenta de la falacia encerrada en las supuestas ventajas de utilizar el crédito del Banco emisor, es un empeño que las luchas de los últimos años no han conseguido lograr.

## **III. LOS PROBLEMAS PENDIENTES EN LA POLÍTICA DE DEUDA**

Este apartado se dedicará a analizar los problemas que la política de deuda pública tiene aún pendientes, problemas que debería resolver urgentemente si desea alcanzar la plenitud necesaria para convertirse en el instrumento de política económica que desde hace años aspira a ser.

Con el fin de sistematizar dichos problemas, los agruparé en cuatro grandes secciones: la primera trata las cuestiones referentes al establecimiento de un conjunto estable de instrumentos de deuda pública, así como de la cada vez más acuciante necesidad de proceder a un calendario regular de emisiones por parte del Tesoro. Después analizaré las múltiples y desfavorables repercusiones que la Ley de activos financieros ha tenido sobre la deuda pública y discutiré las, en mi opinión, urgentes reformas que la continuidad y perfeccionamiento de la política de deuda exige en la citada Ley. Las dos cuestiones finales se refieren a las ventajas derivadas de la implantación del sistema de anotaciones en cuenta autorizado por las leyes de Presupuestos Generales del Estado para 1986 y 1987, y a los problemas derivados de una mejor conexión entre la política de manejo de la deuda pública y la política monetaria.

## 1. Fijación del cuadro de instrumentos de deuda pública y regularización de su calendario de emisiones

Enfrentado a la que debiera ser la etapa definitiva en el asentamiento de su política de deuda pública, la primera tarea que el Tesoro debería acometer es la de ordenar con criterios claros y duraderos los distintos instrumentos con que llevarla a cabo.

Para ello resulta prioritario despejar las incógnitas y eliminar las gangas que oscurecen y desvalorizan el papel de los pagarés como instrumento a corto plazo. Hacerlo así supone, en primer lugar, desembarazar a ese instrumento de la función que hoy en día cumple como medio de cobertura de un coeficiente obligatorio. Mientras la persistencia del déficit público exija recoger fondos cautivos de las entidades de depósito para su financiación, la solución lógica consistiría en sustituir el actual coeficiente de pagarés por otro de cédulas del Tesoro no negociables y cuyo tipo de interés y plazos de amortización se fijarían por el Tesoro atendiendo a las condiciones de mercado, pero obviando el trámite actual de subasta que constituye, hoy en día, una pura apariencia.

La cláusula de no negociabilidad no impediría a las entidades sujetas al cumplimiento de este coeficiente la participación en un mercado restringido que, a modo y semejanza del mercado de financiación mutua de inversiones computables, contase con sistemas adecuados para facilitar su cobertura mediante la utilización del servicio telefónico del Banco de España.

La segunda hipoteca que actualmente pesa sobre los pagarés se refiere a su papel como refugio de evasión fiscal. Es claro que redimir esa carga precisa dos medidas teóricamente sencillas, pero que pueden exigir una cierta dosis de entereza política. La primera sería restituir a los pagarés su tratamiento inicial de activo fiscalmente transparente, con la consiguiente obligación para los intermediarios financieros y los fedatarios públicos de facilitar la información necesaria a las autoridades tributarias. Para ello bastaría con modificar la disposición adicional primera, uno, de la Ley 14/1985, así como el apartado 3 del artículo 23 del Real Decreto 2027/1985, que desarrolló reglamentariamente dicha norma legal.

Resulta evidente que si el gobierno se decidiese a dar ese paso debería ofrecerse a una buena parte de los actuales tenedores de pagarés la posibilidad de aflorar incrementos irregulares de patrimonio. El camino existe, como he explicado antes en una nota a pie de página, y estuvo a punto de utilizarse a comienzos de 1984: consistiría en permitir a aquellas personas la posibilidad de canjear los pagarés a su vencimiento por títulos de deuda, a tipos de interés muy bajo y con un régimen de fiscalidad normal, a cambio de regularizar su anterior situación.

Si esta decisión se llevase a la práctica, el pagaré recuperaría su carácter inicial de instrumento idóneo para la ejecución de la política monetaria del Banco de España y de funcionamiento de los mercados monetarios, tal y como luego intentaré demostrar.

He indicado antes que esta tarea de fijar, limpiar y devolver su pasado esplendor a los pagarés requiere una cierta dosis de decisión política. En primer lugar, porque supone reconocer que la Ley de activos financieros fue más allá de lo necesario en el tratamiento de la deuda a corto del Tesoro; en segundo término, porque obliga a encarar con realismo el problema que, desde hace muchos años, sucesivos gobiernos han pretendido esconder «bajo la alfombra» con advocaciones piadosas a la equidad fiscal.

Por todo ello, no cabe descartar que la solución finalmente adoptada sea otra. A saber, crear un nuevo instrumento de deuda a corto —llámese «certificados», «letras», «billetes» del Tesoro, o cualquier otro nombre parecido—, dotado de transparencia fiscal y que, emitido en condiciones de mercado —su única ventaja respecto a los restantes activos, públicos y privados, a corto plazo sería estar exento de retención— constituiría la base tanto para la instrumentación de la política monetaria como para el funcionamiento de los mercados de dinero. Solución ésta perfectamente plausible, pero que complicaría el actual panorama de la deuda pública y dejaría sin resolver el problema de los pagarés como refugio fiscal, al tiempo que prolongaría innecesariamente la situación de incertidumbre respecto a la sedimentación definitiva de un esquema estable de instrumentos de deuda pública, imprescindible para encontrar las técnicas de colocación más adecuadas y desarrollar unos mercados eficientes.

Los instrumentos de deuda a medio y largo plazo actualmente existentes —bonos y obliga-

ciones del Estado (7)— no tienen por qué sufrir modificaciones sustanciales.

La restante gama de problemas pendientes en la política de deuda que encaja en este apartado se refiere, fundamentalmente, a la necesidad de regularizar el calendario de emisiones de deuda pública. Solventado el problema legal de las autorizaciones —cuya solución más idónea podría ser la aprobación por el gobierno de un decreto a comienzos del año que facultase al ministro de Economía y Hacienda para regular por orden ministerial las condiciones y fechas de cada emisión concreta—, el Tesoro podría anunciar al comienzo de cada ejercicio presupuestario subastas trimestrales de obligaciones del Estado —por ejemplo, en marzo, junio, septiembre y diciembre— y de bonos en los restantes meses. Las subastas de deuda a corto plazo —se instrumentasen éstas en pagarés o en un nuevo activo— seguirían celebrándose quincenalmente.

Este es el esquema que parece haber adoptado el Tesoro con sus subastas mensuales de bonos del Estado. No se comprenden, sin embargo, las razones para haber descartado las emisiones regulares de deuda a largo plazo, a no ser una injustificada preocupación por los condicionantes del corto plazo.

## **2. El marco fiscal de la deuda pública**

Las constantes innovaciones a que durante los últimos cuatro años se ha visto sometida la política de deuda pública —así como los mercados organizados en torno a ella— exigen un marco fiscal lo suficientemente flexi-

ble como para no entorpecer su desarrollo. Por desgracia, no ha sido esa la situación habitual en España, pues si bien la Ley 14/1985 ofreció, en principio, un conjunto de normas cuya incidencia en la política de deuda pública podía considerarse más o menos razonable, la posterior interpretación reglamentaria —y más aún su aplicación en la práctica cotidiana— lo ha ido transformando en una escolástica fiscal, cuyo espíritu último parece ser el de frenar toda innovación, y ello es especialmente grave para el doble objetivo que la política de deuda debe perseguir en el futuro inmediato: a saber, reducir el coste de la financiación del déficit presupuestario al tiempo que se sientan las bases y se facilitan los instrumentos para una ejecución flexible de la política monetaria.

Desde esta perspectiva, y mirando al pasado, he indicado ya mis diferencias respecto al tratamiento que la Ley 14/1985 otorgó a los pagarés. Ya afirmé que la exención de retención debía haber sido la única ventaja razonable concedida a la deuda a corto del Tesoro; las restantes han conducido a este instrumento a un callejón sin salida. Mirando hacia el futuro, lo importante, quizás, es no repetir los errores del pasado cuando se implante el sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado. Este punto es de máxima importancia, puesto que son tres los campos en los cuales la interpretación de la Ley 14/1985 y del Real Decreto 2027/1985 puede obstaculizar el funcionamiento deseable del sistema de anotaciones: primero, en los sistemas de emisión y negociación en los mercados secundarios; segundo, en la necesidad de que el funcionamiento sirva a las nece-

sidades de instrumentación de la política económica; tercero, respecto a la conveniencia de permitir al mercado la creación de nuevos activos a partir de los valores emitidos por el Tesoro. Examinemos a continuación, y con un cierto detalle, esos tres puntos.

La interpretación que se dé a determinados preceptos de la Ley de activos financieros afecta directamente a las técnicas de emisión de deuda del Estado, y de forma muy especial cuando se emplea la técnica de subasta. En efecto, es bien sabido que las primeras subastas de obligaciones se realizaron de acuerdo con un procedimiento según el cual cuando existían ofertas en las que el tipo de interés solicitado era igual o inferior al tipo medio de la subasta, estas ofertas pagaban el 99,5 por 100 del valor nominal de los títulos solicitados. Por el contrario, en aquellas en las que el tipo de interés solicitado era superior al tipo medio de la subasta, el Tesoro utilizaba un procedimiento especial para determinar el precio a pagar por cada título; procedimiento que aseguraba que el tipo de rendimiento obtenido era el de un título por el cual se había pagado el 99,5 por 100 de su valor nominal y cuyo tipo de interés fuese el solicitado por el concurrente a la subasta.

Pues bien, parece que una interpretación excesivamente rigurosa del concepto de «intereses y demás contraprestaciones por la cesión de capitales ajenos», incluido en el artículo octavo, 1, de la tan citada Ley 14/1985, ha obligado al Tesoro a modificar sus sistemas de emisión, tal y como se deduce de la lectura de la OM de 9 de mayo de 1986 por la que se dispone la emisión, por vez primera me-

diante subasta, de bonos del Estado. Y es que en su artículo 3.2 se sustituye el sistema anteriormente descrito de la prima del 0,5 por 100 por el pago de un «cupón complementario de intereses, prepagado», al tiempo que cambia el sistema de subasta al llamado «sistema holandés», practicado en las subastas quincenales de pagarés.

Las consecuencias de esta decisión me temo que no auguren nada bueno para el futuro. En primer lugar, la implantación generalizada del sistema de subasta holandesa supondría para el Tesoro un mayor coste de emisión, al obligar a dar a todas las ofertas aceptadas el rendimiento marginal; pero, además, si se entiende que no pueden subsistir como títulos de una misma emisión con rendimientos explícitos —tal cual las de bonos y obligaciones del Estado—, títulos con primas de emisión diferente —pues éstos se transforman en títulos con rendimiento implícito y existen tantas emisiones como grupos de títulos con primas diversas— y títulos emitidos a la par, la fungibilidad de unos y otros desaparecerá y los mercados secundarios, que precisan para su buen funcionamiento emisiones amplias y homogéneas, se fragmentarán y paralizarán en detrimento del emisor.

El segundo punto es igualmente importante, pero en este caso afecta también a la política monetaria. Me explico. En principio, la deuda pública emitida por el sistema de anotaciones en cuenta no debería tener especiales dificultades de encaje en el marco de la Ley 14/1985. Las deudas del Estado —bonos y obligaciones, pues la desgravable ha desaparecido el 1 de enero de 1987— constituyen activos

financieros con rendimiento explícito, y sus rendimientos están claramente sometidos a retención. Lo que no debería estar sometido a retención son los posibles rendimientos puestos de manifiesto como consecuencia de las transmisiones que de dichas deudas se efectúen, los cuales habrían de gravarse como incrementos de patrimonio. Dentro de esta óptica cabrían tanto las operaciones en las cuales el activo —en este caso la deuda— se cede hasta su vencimiento como aquellas otras, que serán más frecuentes, en las cuales vendedor y comprador convienen simultáneamente en recomprar en una fecha intermedia entre la de la venta y la de la amortización deuda pública de la misma emisión y por igual valor nominal.

No puede, en mi opinión, sostenerse que este tipo de operaciones —constitutivas de una auténtica compra-venta de títulos— da lugar a un rendimiento implícito, y ello tanto si en la misma se ceden los derechos económicos anejos al título como si el vendedor-comprador se reserva tales derechos. La razón es que en ambos casos la deuda en cuestión no altera su carácter de activo financiero con rendimiento explícito.

El someter a retención esas operaciones, por considerar que los títulos de la deuda se convierten en un activo con interés implícito, tendría dos consecuencias especialmente dañinas, ya que a la complicación que añade en el cálculo de cada operación se superpone la necesidad de extender certificaciones en cada adquisición y aportarlas en cada transmisión, exigencia imposible de cumplir en un mercado en el cual cada valor puede ser objeto de múltiples transmi-

siones entre diversas entidades durante un mismo día.

En el ámbito específico de la esfera monetaria, la exigencia de retención impediría el funcionamiento flexible de los mercados de deuda pública idóneos para la realización de las operaciones de control monetario. Este requiere, casi por definición, mercados amplios y profundos, y en los que actúen intermediarios interesados siempre en canalizar los títulos públicos hacia las cartaras de los inversores últimos. Pero aquéllos necesitan, a su vez, contar con un tratamiento fiscal que asegure la existencia de operaciones destinadas a financiar sus tenencias de deuda pública, financiación que proviene fundamentalmente de operaciones de cesión temporal. Por lo tanto, en la medida en que las diferencias de precio entre la adquisición y la enajenación estén sometidas a retención se impediría gravemente el funcionamiento del mercado y, en definitiva, las posibilidades abiertas al Banco de España para instrumentar su política de control monetario mediante compra-venta de títulos del Estado en el mercado abierto.

Queda como tercer y último punto el referente a la posibilidad de recortar las oportunidades de innovación financiera que los mercados pueden encontrar en el sistema de anotaciones en cuenta de deuda pública, y de las cuales el principal beneficiario sería el propio Tesoro público. Al escribir tengo en mente, de forma muy especial, la posibilidad de separar derechos económicos y principal de la deuda, negociándolos por separado. Ello significa, en otras palabras, que el activo inicial se transforma en dos activos diferentes: en uno, la rentabilidad proviene de

la recuperación del principal en el momento de la amortización; en el otro, del flujo periódico de intereses esperado hasta la amortización. Serían, por lo tanto, posibles operaciones de transmisión en firme, de derechos económicos y de principal, y de compra-venta simultáneas tanto de los unos como de los otros.

Por la relativa novedad que esta posibilidad supone, conviene ante todo no perderse en su base jurídica para no concluir, después, en un tratamiento fiscal erróneo que haga inviable esta operatoria. Ante todo debe recordarse que es práctica antigua en nuestros mercados bursátiles la venta de derechos de suscripción preferente de los títulos de renta variable. Esos «cupones» no son sino derechos que se pueden desgajar del título principal y transmitir, estando su régimen fiscal fijado claramente en los artículos 75 del reglamento del impuesto de sociedades y 84 del referente al impuesto sobre la renta. Por lo tanto, nada se opone a que en la deuda pública se separen los derechos económicos del principal, pues deben considerarse accesorios a éste y se negocian separadamente.

La Ley 14/1985 no establece concretamente el régimen fiscal aplicable a estos derechos accesorios de los valores en que se materializan unas modalidades de deuda pública con rendimiento explícito. Pero en buena lógica jurídica tales derechos accesorios son la manifestación de unos rendimientos explícitos, y sobre ellos debería practicarse la retención habitual del 18 por 100. Si lo que se produce es una diferencia entre el precio de adquisición del derecho económico y el de su posterior venta

como consecuencia de una operación «doble», típica en estos mercados, creo que un correcto tratamiento fiscal debería considerar dicha diferencia como un incremento del patrimonio, y en modo alguno un rendimiento del capital mobiliario; tesis únicamente defendible, a mi juicio, si esos derechos económicos tuvieran la consideración de activos financieros con rendimiento implícito, lo cual no cuadra con el concepto, nunca discutido, de título valor con interés explícito que tradicionalmente se ha dado a la deuda del Estado.

Por similares razones, las operaciones que pudieran efectuarse con el principal de la deuda pública —ya fuesen su venta a vencimiento o su cesión temporal con pacto de recompra— deberían gozar de un tratamiento fiscal igualmente claro desde un principio. Si la operación es a vencimiento, resulta palmario que el tenedor de la deuda no deberá sufrir retención alguna y que la diferencia entre el precio de compra y el importe percibido a la amortización deberá considerarse incremento del capital mobiliario. En el caso de una operación «doble», la diferencia de precios constituirá, asimismo, un incremento del patrimonio, pues la separación de los derechos económicos del título no convierte a éste en un activo con rendimiento implícito.

En resumen, sería deseable que estas consideraciones no se echasen en saco roto, impidiendo, mediante una interpretación fiscal injustificadamente rigurosa, que el Tesoro obtenga las grandes ventajas de todo orden que la implantación del sistema de anotaciones en cuenta de deuda pública promete. Además, no se trataría de favorecer fórmulas de opacidad informati-

va ni mermas de los ingresos del Fisco; tan sólo de potenciar el desarrollo de técnicas y mercados que disminuirían, a buen seguro, el coste de la deuda emitida en el futuro.

### **3. El sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado**

El desarrollo de un sistema de anotaciones en cuenta de deuda pública a medio y largo plazo, completando así el ya instaurado para los pagarés del Tesoro, constituirá, sin duda, el último paso hacia el objetivo de contar con un mecanismo ágil y económico de emisión y negociación de activos públicos.

La experiencia de otros países, que cuentan con mercados financieros complejos y dotados de una gran variedad tanto de instrumentos como de agentes, es que la emisión, negociación, compensación y liquidación de títulos públicos —y también privados— exige sistemas que, simultáneamente a la agilización de aquellos trámites, disminuyan al máximo los costes y riesgos anejos a los mismos.

La implantación en España del sistema de liquidación y compensación de títulos-valores, a raíz de la publicación del decreto 1128/1974, permitió desvincular la tenencia de valores de los títulos físicos y estableció la fungibilidad de los mismos. La idea matriz del decreto, a saber, la inmovilización y desmaterialización de los títulos-valores, no pudo llevarse completamente a cabo por varias razones, entre las cuales la pugna que enfrentó a las Bolsas de Comercio y a las entidades de depósito respecto a la utilización y dominio

del llamado sistema de fungibilidad no fue la menor (8).

La Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1986 estableció, en su artículo 40, uno, A.b., la autorización para crear un sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, reiterando el artículo 38, cuatro, a y b, de la ley correspondiente a 1987 idéntica autorización. Desde el punto de vista del Tesoro y del propio Banco de España, la gran ventaja de ese sistema será el nacimiento de mercados mayoristas, dominados por instituciones financieras, interesadas unas en mantener en sus carteras saldos importantes de deuda pública como inversión, que además constituye una segunda línea de liquidez, y abocadas otras a la faceta de mera intermediación. Más cercano cada vez el día en que los coeficientes obligatorios de inversión constituyan un lejano recuerdo, la emisión de deuda pública en cantidades apreciables y al menor coste posible exige el desarrollo de mercados mayoristas amplios y flexibles. Simultáneamente, la existencia de estos mercados permitirá la instrumentación plena de la política monetaria del Banco de España mediante operaciones de mercado abierto con deuda pública.

Por estas razones, y otras cuya enumeración ahorro al lector por ser de sobra conocidas, resulta lamentable el retraso (quince largos meses) sufrido en la implantación del sistema de anotaciones. Preciso es reconocer que en la complejidad de su puesta a punto reside una parte de dicho retraso. La infraestructura informática y de telecomunicaciones, así como la necesidad de concordar los intereses encontrados de multitud de instituciones, plantean dificultades

importantes. No obstante ello, las causas básicas de la demora deben achacarse a otros tres motivos: la novedad doctrinal que el propio sistema de anotaciones supone, las dificultades para que algunos sectores acepten cambios desfavorables a sus intereses propios y los problemas de encajar la riqueza operativa que incorpora en el rígido corsé de la Ley de activos financieros. A este último obstáculo acabo de dedicar algunos comentarios, ahora haré una breve referencia a la problemática jurídica inherente a la aparición del sistema de anotaciones.

Como bien nos enseñan nuestros tratadistas de derecho mercantil, la incorporación del derecho al documento en que consiste el título-valor constituyó un paso decisivo en el desarrollo de los mercados de capitales. Con el paso de los años esos mercados se fueron enriqueciendo con la difusión de nuevos títulos y, simultáneamente, con la diversidad de funciones y objetivos a que aquéllos sirvieron. Pero acaso lo más importante en este aspecto sea que la masificación de títulos ha trastocado el orden de prioridades, de tal forma que el título-valor, que comenzó siendo un medio de favorecer el proceso de financiación de las iniciativas empresariales, ha pasado a convertirse en un obstáculo para tal fin.

Pues bien, la aparición de los modernos sistemas informáticos abre soluciones a la cada vez más urgente y difícil tarea de manejar los millones de títulos —públicos y privados— que hoy en día se emiten y negocian en los mercados. No puede por lo tanto extrañar que el Estado, cuya actividad como emisor de títulos ha sido muy notable en los últimos años ante la necesi-

dad de financiar el déficit público, tome la iniciativa y busque configurar las emisiones de deuda pública mediante un sistema de anotaciones en cuenta apoyado en ordenadores, propiciando así un tratamiento jurídico que cada vez se aleja más de la doctrina tradicional del título-valor.

La incógnita que ahora se plantea —y es ésta una incógnita que deben resolver los tratadistas y no los políticos o los practicones del mercado, como quien esto escribe— es acerca de la naturaleza de esas anotaciones en cuenta. De todas formas, pienso que dicha discusión cerraría de entrada las líneas probablemente más fructíferas de análisis si insistiese en encajar sus consideraciones en fórmulas discutidas en exceso. En efecto, no creo que al estudiar la naturaleza jurídica de las anotaciones convenga aceptar el dilema según el cual se trata de simples cesiones de crédito o de títulos-valores *sui-géneris*, incluso si por tal se entiende la «desmaterialización» de los títulos a la que la Ley de finanzas francesa de 1982 dio carta de naturaleza.

Aún más criticable, por artificiosa, sería la fórmula, defendida por algunos, que combinaría el título-valor y la anotación en cuenta mediante la emisión de un «macrotítulo» sobre el cual se establecerían las anotaciones en cuenta, que serían el objeto de las transmisiones en los mercados secundarios. Repitiendo de nuevo que me siento lego en este campo, tengo la intuición de que la base teórica está más bien en el concepto de derechos-valores que no en fórmulas ancladas, de uno u otro modo, en el título-valor.

De acuerdo con esa óptica, el sistema de anotaciones constituiría un procedimiento informático capacitado para permitir la tenencia de valores emitidos por el Tesoro público, y a través del cual sus adquirentes documentarían la posesión de derechos frente al Estado, pudiendo negociar y transmitir en los mercados secundarios que se creasen tales valores. Esta concepción, que supone, por así decirlo, el último paso en el abandono del papel como medio de transmisión y ejercicio de los derechos relativos a los valores mobiliarios, es, por otra parte, bastante antigua. Si no recuerdo mal, se plasmó por vez primera en Alemania mediante un decreto de 5 de enero de 1940, en el cual una emisión de obligaciones del Estado se materializó, inicialmente, en *créditos registrados de la deuda*. O sea, que las anotaciones en cuenta serían lo que la doctrina alemana denominó *wertrechte* o «derechos valores» (9).

Dicho esto, ¿cómo resumir la importancia que, ante el futuro, cobra una cuestión aparentemente tan técnica como el sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado? La respuesta es bien sencilla: tanto el Tesoro, para su tarea de emisor, como el Banco de España, para la instrumentación de la política monetaria, precisan mercados amplios y profundos en los cuales colocar deuda en las carteras del público y de las entidades financieras. Mientras no se cuente con sistemas que aseguren una operatoria ágil, económica y flexible —además de un sistema fiscal neutral, como se indicó antes— tales intentos constituirán un empeño inalcanzable, y lo que es peor, los mercados buscarán sus propias soluciones —lo cual está ocurriendo ya, en cierto

modo, ante los injustificables retrasos sufridos en la aprobación del Real Decreto regulador del sistema de anotaciones— al margen de la deuda pública.

#### **4. Política de deuda y política monetaria (10)**

Mientras continúen los déficit públicos y el endeudamiento del Estado, uno de los objetivos básicos de la política de deuda pública debería ser la promoción de unos mercados amplios y líquidos, dejando cada vez más de lado el tradicional recurso al crédito del Banco de España.

Es para mí evidente, y he intentado ilustrarlo a lo largo de este trabajo, que la Ley de activos financieros constituye un obstáculo para conseguir tal finalidad. Esta norma legal ha estado influyendo en la estructura de la demanda de activos a corto plazo, privados y públicos, por las familias y las empresas. A lo largo del primer semestre de 1986 el componente de la demanda menos sensible a las variaciones en la rentabilidad de los pagarés intensificó su demanda, para ir reduciéndola posteriormente a medida que el Tesoro aprovechaba tal circunstancia y recortaba los tipos de interés de emisión y, al mismo tiempo, aparecían fórmulas alternativas para seguir manteniendo fondos fiscalmente ocultos o para aflorarlos sin peligro. Por su parte, el componente de la demanda más sensible a los tipos de interés inició incluso antes su retirada de la deuda pública a corto plazo. El resultado ha sido un descenso en la renovación de pagarés por parte de tenedores no sometidos a coeficiente, paliado en parte por las obligaciones de información fiscal recientemente impuestas a

determinadas modalidades de operaciones de seguros.

Por su parte, las entidades de depósito han seguido, como era de esperar, la política de mantener en cartera estrictamente el nivel exigido legalmente. Prueba de ello es que de unos excedentes cifrados en un 1,2 por 100 en enero de 1986 se ha pasado al 0,2 por 100 tanto a finales de septiembre del mismo año como en febrero de 1987.

Está claro que cara a 1987 lo que podría calificarse, con ánimo puramente decriptivo, como política «continuista» en la financiación del déficit público va a ser realmente difícil. Dicho en otras palabras: me parece muy arriesgado seguir utilizando con la liberalidad del pasado el crédito del Banco de España, y no creo prudente confiar en el paraguas de la Ley de activos financieros para financiar a bajo coste una parte apreciable del déficit mediante la colocación de pagarés; especialmente si, como parece, la política monetaria va a tener un claro signo restrictivo al menos durante la primera parte del año.

Rehuir esas tentaciones continuistas requiere, sin embargo, poner en práctica dos decisiones difíciles: reducir el recurso del Tesoro al crédito del Banco de España y proporcionar una gama de deuda pública que tenga en cuenta tanto las distintas situaciones fiscales de los inversores como sus expectativas de inflación y sus preferencias de plazo.

Los problemas que la amplísima capacidad de apelación del Tesoro al Banco crea a la política monetaria son diversos. Ante todo, ha entorpecido una acción más decidida de contención del déficit. Pero además la magni-

tud de éste y el deseo de rehuir el auténtico coste de su financiación obligaron a utilizar coeficientes legales como forma de consolidación de deuda a corto, a costa de acrecentar las distorsiones en el sistema financiero y estimular una desintermediación artificial. Por añadidura, la concentración de la financiación del déficit en el mercado interbancario contribuyó a elevar los tipos de interés de las operaciones de drenaje realizadas por el Banco de España para evitar la monetización efectiva del recurso del Tesoro, y a erosionar la cuenta de resultados del Banco de España hasta alcanzar un punto límite, al mismo tiempo que retrasaba el desarrollo de los mercados de deuda. Es claro que la única solución duradera a este cúmulo de efectos perversos reside en el establecimiento de un marco legal que limite el recurso del Tesoro al Banco emisor a los puros desfases de tesorería y le obligue a reducirlo a cero al finalizar el ejercicio presupuestario. Como ello necesitará tiempo, la solución inmediata pasa por una estrecha colaboración entre el Tesoro y el Banco al objeto de minimizar tan negativas consecuencias, y la mejor fórmula reside en utilizar una política de deuda basada en ampliar la oferta de títulos a medio y largo plazo, con vistas a sustituir una parte apreciable de los pagarés hoy en día en manos del público y de los colocados en las carteras bancarias, eliminando, en un horizonte temporal bien definido, el coeficiente. De esta forma se facilitaría el desarrollo de un amplio mercado secundario de deuda, permitiendo cambios en la instrumentación del control monetario, que se concebiría como una forma de refinanciación permanente de carteras de deuda pública manteni-

das por las entidades bancarias y otros mediadores en dichos mercados, de magnitud cambiante en función de los objetivos de la política monetaria. Se fomentaría así la demanda de títulos por parte de dichas instituciones.

De acuerdo con esta orientación, la deuda del Tesoro se seguiría emitiendo mediante subastas quincenales por cuantías y en condiciones que tuviesen presentes tanto las necesidades de financiación del déficit y minimizar la carga financiera de la deuda viva como los problemas que, en cada momento, debe resolver el Banco de España como organismo ejecutor de la política monetaria y de cambios. Simultáneamente, se complementarían esas emisiones con otras mensuales de bonos y trimestrales de obligaciones, con la finalidad de conseguir una estructura temporal más adecuada de la deuda y una distribución más regular de la apelación del Tesoro a los mercados de capitales.

Esta política fortalecería, sin duda, el papel del mercado primario de deuda pública, limitándose la operaciones del Banco de España a un terreno más estricto del control monetario. Ello supone trasladar el peso del desarrollo del mercado a las instituciones financieras privadas y establecer las bases para un aumento de la actividad de éstas en los mercados secundarios. A fin de que esta actividad pudiera desarrollarse con éxito, sería preciso eliminar aquellos obstáculos que dificulten un funcionamiento eficiente de dichos mercados: así, junto a las pautas impuestas en el mercado primario, que implican un flujo de actividad y de información más regular y ordenado, sería preciso pasar inmediatamente a un

sistema de anotaciones en cuenta, establecer normas de compensación y liquidación similares a las vigentes en el mercado de pagarés del Tesoro centrado en torno al Banco de España y estimular la aparición y desarrollo de entidades que doten de liquidez y transparencia a los mercados de deuda pública, estando dispuestas a comprar y vender títulos a los precios establecidos en cada momento.

Una política semejante de deuda pública facilitaría una nueva instrumentación de la política monetaria del Banco de España. Hoy en día, y a diferencia de los bancos centrales más activos en este campo, el Banco de España realiza dicha función mediante dos instrumentos distintos: ventas de pagarés del Tesoro —hasta el vencimiento o con compromiso de recompra—, en el caso de la detracción de liquidez, y préstamos de regulación, normalmente a un día, en el caso contrario. Esta doble instrumentación, justificada por la inexistencia de segundas líneas de liquidez en las carteras de las entidades de depósito, materializadas en activos monetarios, y en la carencia de un mercado secundario eficiente de los citados activos, ha perdido ya casi todo su sentido. Desde el momento en que las entidades de depósito mantuviesen carteras suficientes de deuda del Tesoro o del Estado, sería posible utilizar un único instrumento para operaciones de ajuste de la liquidez en ambos sentidos —inyección o detracción—, sustituyendo los actuales préstamos de regulación por la compra, con compromiso de reventa, de unos y otros títulos de deuda pública.

Creo que nunca se insistirá bastante en que esa orientación

que propugno permitiría una instrumentación muy flexible de la política monetaria, al tiempo que estimularía la demanda bancaria de deuda pública, como ocurre en otros países, favoreciendo la actividad de las entidades financieras como agentes en los mercados de deuda y contribuyendo a una mejor transmisión de los efectos de la política monetaria sobre los mercados financieros. Este marco de coordinación entre la política de manejo de la deuda y la política de control monetario está, por así decirlo, al alcance de la mano, y su implantación en la práctica depende de la decisión política por parte de las autoridades monetarias. Esa decisión ha de ser fruto del convencimiento de sus ventajas tanto para la financiación del déficit como para una mayor flexibilidad en la instrumentación de la política monetaria.

## NOTAS

(1) No entro aquí a discutir el complicado entramado contable que permite mantener interpretaciones diferentes, cuando no contradictorias, sobre su magnitud durante los últimos años. El *Informe* del Banco de España, al discutir la evolución del sector público durante 1985, ofrece una muestra de esa complicación. Tampoco me interesa, por no ser la finalidad de ésta mi aportación a *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, dilucidar cuál sería la magnitud del déficit si la importante contribución al mismo que representa la carga de intereses se deflactara por cualquier índice de precios que se juzgara adecuado.

(2) En el período que separa 1978 de 1985, el recurso del Tesoro al crédito del Banco de España constituyó prácticamente el 50 por 100 de la necesidad de endeudamiento neto —o déficit de caja— del Estado. Hubo años, como 1978 y 1980, en que esa vía financió prácticamente el desequilibrio del Estado; por el contrario, en 1983, el recurso al banco emisor supuso tan sólo el 11 por 100 del déficit de caja.

(3) A título de recordatorio, en 1981 los gastos financieros del Banco, solamente por emisión de estos activos, ascendieron a 40,5 millones de ptas.; tal cantidad supuso el 50 por 100 del total de los gastos financieros, el 36,4 por 100 de los gastos totales del Banco y el 32,6 por 100 de los beneficios traspasados al Tesoro. En el ejercicio siguiente los gastos derivados de la emisión de CRM fueron de 156,7 miles de millones de ptas.; es decir, 82,8 por 100 de los gastos financieros en que el Banco de España incurrió, el 68,6 por 100 de sus gastos totales y el 119,6 por 100 de los beneficios traspasados al Tesoro. Para concluir, en 1983, último año en el cual el Banco emitió certificados, los intereses pagados por la colocación de certificados ascendió a 275,1 miles de millones de ptas. Esta cantidad supuso el 98 por 100 de todos los gastos financieros, el 63 por 100 de sus gastos totales y el 595 por 100 de los beneficios traspasados ese año al Tesoro.

(4) La Ley 14/1985 estuvo rodeada desde su gestación de fuertes polémicas, a las que no fueron ajenas ni las diferentes concepciones teóricas de quienes las protagonizaron ni, desde luego, los fuertes intereses económicos a los que afectaba. Por todo ello, acaso convenga recordar algunos hitos de esas polémicas.

La totalidad de los responsables del Ministerio de Economía y Hacienda eran conscientes, a mediados de 1983, de la necesidad de enfrentarse con el fenómeno conocido como

los NAF (nuevos activos financieros). Los pagarés, letras, certificados de depósito y otros activos que se habían desarrollado durante los últimos años en los mercados financieros tenían como característica esencial el ser instrumentos empleados para la captación de recursos de terceros, fijándose su retribución por la diferencia entre el tipo de emisión y la cantidad comprometida a reembolsar al vencimiento.

Era claro que dichos instrumentos, concebidos originalmente como medios de efectuar operaciones comerciales o financieras en el ámbito meramente privado, desbordaron éste y se pusieron al servicio de la captación de recursos ajenos por parte de entidades de depósito o grandes empresas. Aparte de las perturbaciones que en el proceso de control monetario introdujo el desplazamiento entre diversas modalidades de pasivos bancarios que el desarrollo de los NAF llevó aparejado, el aspecto más irritante para el Ministerio era, sin duda, tanto la ausencia de retención como la carencia de un sistema de control fiscal sobre la titularidad de estos activos. Existía el convencimiento firme de que los NAF constituían un refugio del fraude fiscal existente. Esa situación quebraba el principio de generalidad respecto a las rentas del trabajo y las demás rentas de capital controladas.

La solución del problema de los NAF planteaba cuestiones de suma importancia:

a) ¿Cómo incluir los NAF en el mismo régimen de retenciones e información fiscal que otros activos como, por ejemplo, las acciones y obligaciones privadas, o la deuda pública del Estado, preservando en el mayor grado posible el funcionamiento de los mercados creados en torno a estos activos?

b) ¿Qué hacer con la deuda a corto plazo del Estado —los pagarés del Tesoro— en un momento en que era preciso financiar un cuantioso déficit presupuestario y convenía suministrar al Banco de España un nuevo instrumento para la ejecución de la política monetaria?

c) ¿Cuál era la decisión aconsejable para las importantes bolsas de fraude fiscal que se presumía existentes? ¿Permitir su afloración aplicándoles un tipo de recargo razonable o no permitirla, pero ofrecerlas un vehículo que aprovechara al Tesoro en sus problemas de financiación del déficit público?

La respuesta inicial a este triple dilema fue bastante sencilla:

a) Se aplicaría el tipo general de retención —el 18 por 100— en el momento de la emisión o cuando fuesen exigibles, obligándose a informar sobre las retenciones practicadas.

b) Sólo se exceptuaba de la obligación de retener en los rendimientos —que el proyecto de decreto-ley definía como la diferencia entre el valor de emisión o primera colocación y el comprometido a reembolsar al vencimiento— la deuda del Tesoro.

c) Se permitía la afloración, en la declaración de impuesto extraordinario sobre el patrimonio de 1983, de rentas ocultadas, aplicándoles un tipo reducido del 15 por 100 con carácter general o del 7 por 100 si tales incrementos de patrimonio se materializaban en la suscripción de una deuda pública especial que el Tesoro emitiría durante 1984.

El proyecto de decreto-ley, cuyo texto recibió el informe favorable del Consejo de Estado, fue objeto de dos tipos de críticas: las internas, de quienes creían que los pagarés deberían estar sometidos al mismo sistema de retención que los restantes activos financieros; las externas, del sector bancario, de quienes, temerosos de la competencia que a sus pasivos podría originar un activo público como el diseñado en el proyecto de decreto-ley, buscaron asegurarse una parcela de la supuesta «economía sumergida» mediante la implantación del llamado «modelo francés». Según sus panegiristas aqueñe los Pirineos, este modelo —establecido además por un gobierno socialista— ofrecía la existencia de una triple oportunidad para recoger fondos fiscalmente ocultos: a) bonos nominativos, emitidos por los bancos, en los cuales el titular está plenamente identificado y se hallan sujetos a una retención del 10 por 100. El titular de los mismos está obligado a incluir en la declaración del impuesto sobre la renta sus rendimientos; b) bonos nominativos que, mediante una retención del 45 por 100, evitan a su titular la inclusión de los rendimientos en su declaración de renta; c) bonos anónimos. En ellos no consta el titular, no se puede investigar quién es y los rendimientos están sometidos a una retención del 50 por 100.

Es curioso recordar que los defensores de esta idea atacaban veladamente al proyecto de decreto-ley por suponer una amnistía fiscal encubierta, poniendo de relieve cómo el «modelo francés» conservaba el derecho de la inspección fiscal a investigar las fuentes de las rentas que habían producido los fondos invertidos en la adquisición de los bonos anónimos.

Ante el fuego cruzado de ambos sectores críticos, los pilares del proyecto de decreto-ley comenzaron a erosionarse. El resultado fue que los máximos responsables económicos soltaron primero el supuesto lastre de la afloración de rentas ocultas por temor a verse tirse el sambenito de la amnistía fiscal; a continuación se aceptó una versión modificada del «modelo francés»; quizás como contra-

peso al otorgamiento de mayores privilegios a los pagarés del Tesoro. Nació así la Ley 14/1985, de 29 de mayo, Ley en la que el Tesoro jamás depositó entusiasmo alguno, por entender que sus desventajas a plazo medio superaban con creces el favorable efecto de asegurar a corto plazo una demanda cautiva. Pero los problemas no se zanjaron con la publicación, sino que continuaron con sus normas de desarrollo: la Orden Ministerial de 30 de mayo de 1985 y el Real Decreto 2027/1985, de 23 de octubre.

La primera estableció las condiciones de emisión de los «activos franceses» de tal forma que sólo unos niveles de tipo de interés a la japonesa o a la alemana en los títulos públicos harían posible la existencia efectiva de aquéllos. Para desencanto de sus patrocinadores, la realidad se ha encargado de demostrar lo baldío de los intensos esfuerzos desplegados para conseguir la consagración de su modelo en el texto legal. En cuanto al Real Decreto 2027/1985, el problema ha sido que su aplicación práctica ha hecho desaparecer los mercados creados en torno a unos activos que parecían a punto de enraizarse, para bien, en nuestro sistema financiero; pero es más, un cierto espíritu que calificaría de escolástica fiscal está a punto de extender la interpretación de las normas del citado Real Decreto de forma tal que entorpezca muy decisivamente la propia política de deuda del Tesoro. Ello sería tanto más irónico cuanto que podría suceder en unos momentos en los que, simultáneamente, comienzan a percibirse signos de relajamiento en el temor reverencial que la Ley 14/1985 y sus normas de desarrollo implantaron entre los diversos agentes operantes en estos mercados.

(5) Véase a este propósito el apartado 3 del capítulo III del *Informe Anual* del Banco de España correspondiente a 1985.

(6) Este extremo lo he discutido más extensamente en mi colaboración, titulada «Déficit público, política de deuda y política monetaria: una visión crítica», en la obra *La Deuda Pública*, Madrid, 1982.

(7) La Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1987 contempla la supresión de la desgravación del 15 por 100 para todas las emisiones de renta fija, incluida la deuda del Estado.

Esta decisión, perfectamente lógica desde una óptica que busque la neutralidad fiscal respecto a los mercados de capitales —y por ello no se entienden las razones para mantener la desgravación respecto a los títulos de renta variable—, supone la desaparición de la llamada «deuda desgravable del Estado». Quizás fuese ésta la ocasión de lanzar un nuevo instrumento destinado a un sector del público inversor poco habituado a los

mercados de valores y que, en una medida difícilmente cuantificable, pero sin duda importante, ha estado utilizando durante los últimos meses las cesiones temporales de pagarés del Tesoro ofrecidas por las instituciones bancarias como método para rentabilizar y canalizar sus ahorros. Con las precisas adaptaciones fiscales, instrumentos parecidos a los «Inflation adjusted Saving Bonds» neozelandeses, los «National Savings Certificates» ingleses o los «US Savings Bonds» americanos podrían arraigar entre nosotros y ofrecer una nueva vía al Tesoro.

No entro a discutir en detalle las reformas aconsejables en el actual sistema de comisiones por colocación practicado por el Tesoro. Concebido inicialmente para potenciar la colocación de los títulos del Estado entre un público poco familiarizado con ellos, intentaba incitar a las entidades financieras participantes en el mismo mediante una gradación que concedía comisiones más elevadas a medida que se iban superando ciertos niveles de colocación.

El interés mostrado por numerosas entidades en suscribir deuda del Estado se ha traducido durante los últimos tiempos en el cobro de comisiones sustanciales, superiores incluso a las practicadas por numerosos emisores privados. Se diría que haya un margen razonable para disminuirlas en 1987, sin detrimento en la eficacia intrínseca del mecanismo como medio auxiliar para una colocación elevada y sin provocar alzas excesivas en los tipos nominales.

(8) Afortunadamente, esa pugna está en vías de solución gracias a los trabajos de la comisión creada por mandato de la OM de 19 de noviembre de 1985, que recientemente ha elevado sus conclusiones al Ministerio de Economía y Hacienda.

(9) A este propósito, me han resultado muy esclarecedores tanto el informe de Manuel Olivencia al proyecto del Real Decreto creando el sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, titulado «Observaciones sobre el proyecto de Real Decreto por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado», Sevilla, 1986 (mecanografiado), como el artículo de José María de Eizaguirre «Bases para una reelaboración de la teoría general de los títulos-valores», publicado en la *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 163, 1982. En todo caso, el Banco de España organizó un ciclo de conferencias dedicado a esta problemática, que aparecerá recogido en un libro de próxima publicación.

(10) Reitero aquí algunas de las ideas que expuse en mi intervención en las *XIII Jornadas de Mercado Monetario*, celebradas en mayo de 1986 en Lisboa.