

DOS ASPECTOS DE INTERES EN LA EVOLUCION RECIENTE DE LOS PAGARES DEL TESORO

El papel desempeñado por el pagaré del Tesoro en los mercados financieros, con especial referencia al mercado interbancario, y la valoración del descenso de los tipos de interés de este activo en términos de costes son los dos aspectos objeto del análisis de **Ignacio Ezquiaga, Raquel Ramírez y Javier Soriano**. En este trabajo, los autores concluyen, por una parte, que el pagaré del Tesoro ha dejado de ser un instrumento eficaz de gestión de Tesorería a raíz de la nueva regulación fiscal de mayo de 1985, y que, por ello, ya no es nexo de unión entre los mercados financieros a corto plazo.

Por otra, que la intervención del Banco de España en el mercado de pagarés a través de las ventas de su propia cartera (sin justificación de control monetario en largos períodos de tiempo) y la «prima fiscal» subyacente en la rentabilidad de estos títulos, tras la entrada en vigor de la nueva regulación, son cuestiones que deben valorarse como costes del descenso «nominal» de los tipos de interés de los pagarés del Tesoro.

Finalmente, como consecuencia de estas conclusiones, los autores ven la necesidad de sustituir el sistema de los pagarés (segunda línea de liquidez, instrumento de drenaje monetario, importante pasivo público y activo con condiciones fiscales opacas a la inspección), por un sistema alternativo, basado en una amplia gama de deudas públicas a corto y largo plazo, sin las condiciones fiscales del pagaré.

secundario) ha reportado efectos muy claros sobre la cohesión y la organización del mercado de dinero y ha posibilitado la rentabilización de la tesorería de las instituciones financieras, no debe olvidarse que el pagaré ha servido también de nexo de unión entre el mercado monetario y el resto del sistema financiero.

La repercusión de estas funciones sobre la estructura de tipos de interés del sistema es la cuestión que se plantea la primera parte del trabajo. Ello es abordado desde un punto de vista histórico, de forma que esta sección ha sido dividida en apartados que corresponden a cada una de las etapas atravesadas por el pagaré. El análisis histórico es relevante en el sentido de que permite dilucidar la relación entre los cambios institucionales o legislativos y las funciones desempeñadas por el pagaré del Tesoro en la organización del mercado y en la estructura de tipos de interés.

La segunda parte plantea, con una pretensión puramente tentativa, dos aspectos que deben tenerse en cuenta a la hora de valorar el proceso de descenso de los tipos de interés de los pagarés: la intervención del Banco de España en el mercado de pagarés del Tesoro y la «prima fiscal» que suponen las características específicas de este activo en relación con el resto de activos financieros.

La utilización del pagaré del Tesoro como instrumento de drenaje por parte de la autoridad monetaria —con una influencia importante sobre el desarrollo del mercado secundario—, se analiza, no desde la óptica del control monetario, sino como un mecanismo con una incidencia

INTRODUCCION

EN este trabajo nos interesa delimitar algunos de los efectos que los pagarés del Tesoro han tenido sobre los mercados monetarios y financieros en los últimos años, fundamentalmente desde dos puntos de vista: el que se preocupa del papel jugado por el pagaré en la estructura de tipos de interés del mercado, por una parte; y el que busca los aspectos específicos que han contribuido al proceso de descenso de sus rentabilida-

des, y sus costes, en un contexto de creciente endeudamiento público, por otra.

El desarrollo del pagaré del Tesoro como un instrumento de gestión de Tesorería en el mercado monetario ha llevado parejas una serie de consecuencias sobre el funcionamiento operativo del mercado, pero también sobre la relación entre éste y el resto de los mercados financieros. Si bien la utilización del pagaré como segunda línea de liquidez (por su potente mercado

efectiva sobre el mercado de pagarés del Tesoro, sobre los volúmenes de suscripción y su estructura temporal, y sobre las rentabilidades percibidas por los suscriptores. De esta forma, se pretende estudiar el papel jugado por el Banco de España, como agente colocador de pasivos del Tesoro, en la divergencia existente, en ciertos períodos, entre los tipos de interés a la emisión y las rentabilidades efectivamente percibidas por las entidades suscriptoras de estos títulos.

Paralelamente, el análisis realizado describe algunos de los factores que deben tenerse en cuenta a la hora de estudiar las repercusiones de la naturaleza fiscal del pagaré del Tesoro, de características únicas en el mercado de activos financieros desde la promulgación de la nueva regulación de mayo de 1985.

Con los dos puntos de vista señalados, el trabajo pretende concluir que el pagaré del Tesoro debe ser sustituido por otros pasivos públicos en el desempeño de las funciones que aquél ejercía antes de que la regulación fiscal le otorgara un carácter específico (segunda línea de liquidez interbancaria, instrumento de drenaje del control monetario, elemento cohesionador de los distintos mercados financieros, tipo de interés de referencia). Esta sustitución — también se concluye — no debe caer en el error que supone el mecanismo de emisión de los pagarés del Tesoro hasta ahora utilizado: deben implementarse formas de emisión que no precisen *necesariamente* de la intervención del Banco de España como colocador (sin pretensiones directas de control monetario) de pasivos públicos. Debe, pues, fomentarse la coor-

dinación entre las autoridades monetarias y definirse claramente las funciones del Banco de España, con el fin de evitar costes que no puede distribuir el mercado.

I. EVOLUCION HISTORICA DEL PAGARE DEL TESORO

La regulación de la emisión y negociación de los pagarés del Tesoro ha ido atravesando diferentes etapas desde el año 1981 hasta el año 1984. Estas pueden clasificarse de acuerdo con una serie de características, como son: los agentes económicos que tienen la posibilidad de suscribirlos, los procedimientos de emisión, la finalidad de las emisiones, los métodos de adjudicación de las peticiones aceptadas y, finalmente, la materialización de los pagarés de los particulares (1).

Lo que nos interesa aquí es delimitar el momento en el que los pagarés del Tesoro producen importantes cambios estructurales en los mercados financieros a corto plazo, y analizar el consiguiente efecto sobre la evolución de los tipos de interés de estos mercados.

Las transformaciones a las que nos referimos y las nuevas relaciones entre los tipos de interés tienen su origen en las novedades introducidas en la regulación de la emisión y la negociación de los PT, que permiten al público suscribir estos títulos en igualdad de condiciones con el resto de las instituciones financieras a partir del primer trimestre de 1982. No obstante, no es hasta 1984, fecha en la que el mercado de PT se convierte en un mercado amplio, profundo y

flexible, cuando es posible observar una nueva estructura de relaciones entre los mercados monetarios y sus precios.

Con el fin de alcanzar a comprender los cambios operados en los mercados monetarios y sus tipos de interés, vamos a hacer un repaso resumido del funcionamiento del interbancario desde 1981 hasta 1986 para demostrar que el PT introduce elementos de competencia en los mercados monetarios, los cuales provocan nuevas relaciones entre los tipos de interés de estos mercados, que podemos resumir en tres períodos:

1) Desde la introducción del PT hasta que se crea un mercado profundo y líquido, los tipos del depósito en el interbancario discurren lejos de los precios de los demás mercados monetarios.

2) Cuando el PT se convierte en un importante instrumento de gestión de tesorería para las entidades y en una atractiva inversión a corto plazo para los particulares, los tipos del depósito del interbancario evolucionan tomando como referencia los tipos del pasivo bancario.

3) Cuando el PT deja de emitirse en igualdad de condiciones al resto de activos monetarios (Ley de Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros), el tipo del depósito interbancario vuelve a comportarse sin referencia al resto de los tipos a corto plazo.

1981

Los pagarés del Tesoro comenzaron a emitirse en 1981 recibiendo una mala acogida por las rigideces inherentes a sus condiciones de emisión. En

CUADRO N.º 1
EMISION BRUTA DE PAGARES DEL TESORO (NOMINAL). DISTRIBUCION POR SUSCRIPTORES
(Miles de millones)

	Total	Va. %	Banco de España		Banca y Cajas		Otras inst. finan. (1)		Público (2)	
			Total	Va. %	Total	Va. %	Total	Va. %	Total	Va. %
1981	30,0		0,3		28,2		1,4		0,1	
1982	131,5	338,3	51,3	17.000,0	32,6	15,6	9,9	607,1	37,7	37.600,0
1983	1.391,2	957,9	780,3	1.421,1	474,2	1.354,6	24,4	146,5	112,3	197,9
1984	3.684,8	164,9	2.370,4	203,8	996,8	110,2	45,3	85,7	272,3	142,5
1985	4.708,1	27,8	1.811,4	(23,6)	2.602,6	161,1	44,9	(0,9)	249,2	(8,5)
1986	4.962,8	5,4	1.052,7	(41,9)	3.496,8	14,3	47,6	(6,0)	365,7	46,7

(1) Otras instituciones financieras

a) Entidades de crédito oficial.

b) Entidades de crédito cooperativo.

c) Entidades de seguros.

d) Mutualidades de previsión social.

e) Sociedades y fondos de inversión mobiliarios.

f) Entidades de financiación.

g) Sociedades de garantía recíproca y del segundo aval.

h) Sociedades de crédito hipotecario.

(2) Público

a) SMMD.

b) Agentes y corredores.

d) Otros.

Fuente: Boletín Estadístico. Banco de España, noviembre 1986.

efecto, los PT, que representan un pasivo a corto plazo para el Tesoro y cuyo primer objetivo fue financiar el déficit de las AAPP, sólo fueron susceptibles de ser suscritos por unas pocas entidades financieras, siendo cinco millones la cantidad mínima que se podía suscribir. En el cuadro número 1 hemos recogido la emisión bruta de PT habida desde 1981 hasta 1986 en términos totales y subdividida por tenedores o suscriptores. En estas condiciones, la emisión bruta en este año sólo alcanzó 30 m.M., a pesar de presentar una rentabilidad del 16,08 por 100 en media ponderada anual y de ser un activo financiero sin riesgo que, debido al corto plazo de emisión, resultaba ser el activo financiero que, en ese momento, mejor protegía el poder adquisitivo del ahorro de los particulares de una inflación creciente.

1982 y 1983

Tampoco en 1982 y 1983 el PT se convirtió en un activo capaz

de producir una mayor integración entre los diversos mercados y de introducir elementos permanentes de competencia entre éstos. No obstante, en estos años comenzaron a sentarse las bases para que el mercado de PT alcanzara una relevancia capaz de introducir transformaciones en los mercados monetarios.

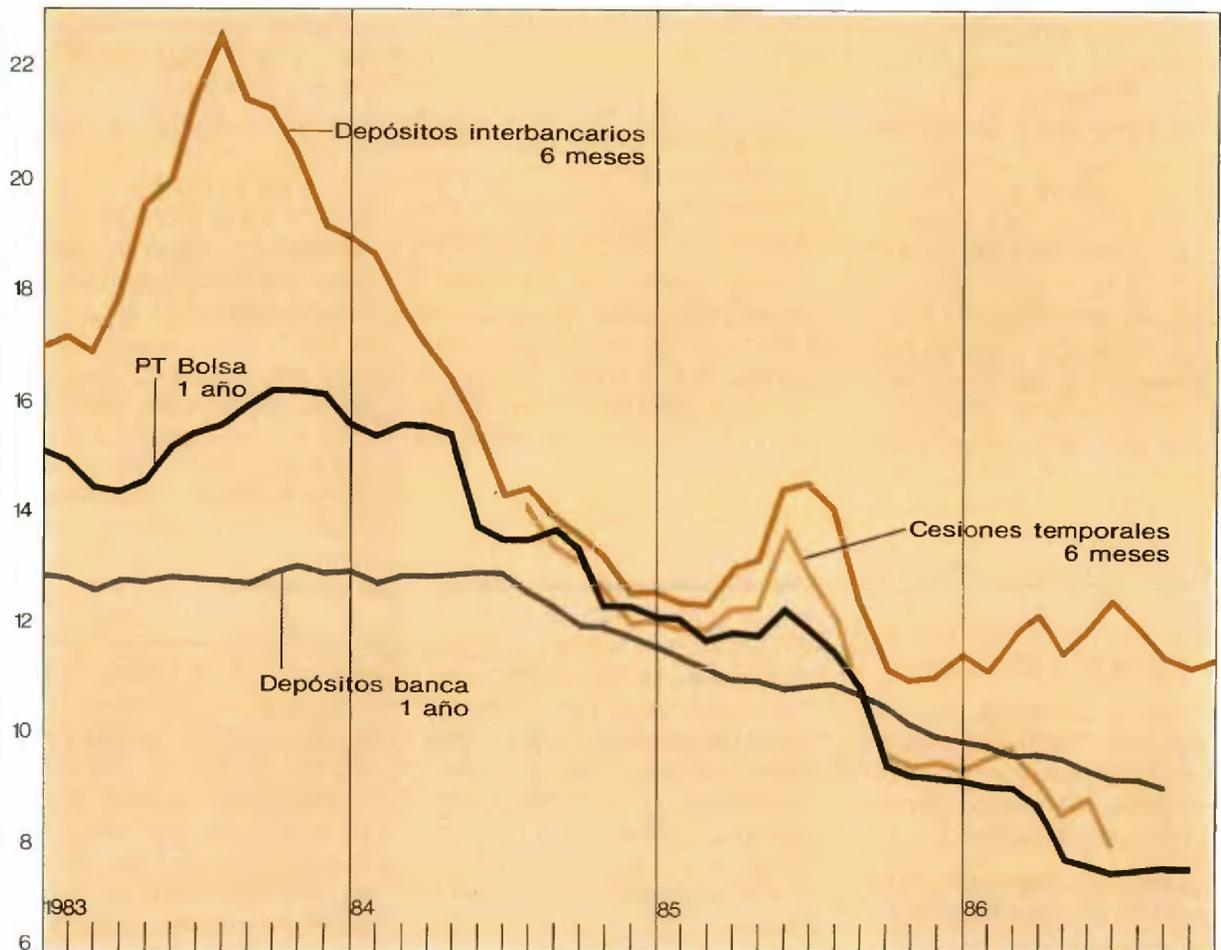
El cambio más significativo fue que, a partir de abril de 1982, cualquier inversor podía suscribir estos títulos. Esta segunda etapa intentó, además, facilitar la colocación de los títulos entre los pequeños inversores, al disminuir la suscripción mínima de 5 M. a 1 M. y, posteriormente en noviembre de 1983, a 500.000 pesetas. En este año la emisión bruta alcanzó la cifra de 131,4 m.M. nominales, habiendo suscrito el Banco de España el 39 por 100 de este total. La banca privada y las cajas de ahorros suscribieron el 25 por 100; otras instituciones financieras el 11 por 100, mientras que el público aumentó enormemente su parti-

cipación respecto al año anterior, siendo tenedor del 25 por 100 del total emitido (ver cuadro n.º 1).

Por consiguiente, la novedad que introdujo el Tesoro en este año fue poner en circulación pagarés a corto plazo que competían por el ahorro del sector privado directamente con las entidades de crédito y ahorro. A pesar de esta desregulación del mercado de emisión de los PT, éstos siguieron manteniendo una participación marginal en las carteras de títulos de los particulares y esto a pesar de la prima en términos de rentabilidad que llevaba el título público.

En el año 1983 aumentó la emisión bruta de PT más del 900 por 100 en relación al año anterior, hasta alcanzar la cifra de 1.391,2 m. M. nominales. El Banco de España fue el tenedor que más aumentó su cartera de estos títulos, suscribiendo 780,3 m. M. nominales. La banca privada y las cajas de ahorros aumentaron su suscripción más del

GRAFICO 1
ESTRUCTURA DE LOS TIPOS DE INTERES
EN LOS MERCADOS MONETARIOS



Nota: Hemos utilizado el tipo de los PT en Bolsa con el fin de poder contar con una serie de mercado secundario desde 1983. Por otra parte, el comportamiento de estas rentabilidades y las del mercado secundario de PT en el interbancario sigue una evolución similar, por lo que nos ha parecido adecuada esta elección.

1.300 por 100 en relación al año anterior. Otras instituciones financieras el 146 por 100 y el público el 198 por 100 (ver cuadro número 1).

De este modo, el PT fue ganando importancia en el tramo a corto de las carteras de activos financieros de las entidades de crédito y de los particulares, pero todavía no se convirtió en un elemento clave del mercado de depósitos de las instituciones

financieras, capaz de influir sobre la formación de precios en este mercado.

Y esto porque, hasta ese momento, ni la cartera de PT de las entidades era suficientemente importante, ni las preferencias del público por colocar sus ahorros en estos títulos estaba suficientemente definida, ni la autoridad monetaria usaba los PT como instrumento de drenaje de los excedentes de liquidez

del sistema, ni tampoco se habían regulado los mecanismos de negociación y materialización de los PT que agilizarían su transmisión entre entidades, así como entre éstas y los particulares (2). Obviamente, dada esta estructura de mercado, los PT ni jugaron el papel de amortiguador en momentos de tensionamientos de los tipos del interbancario ni presionaron sobre la remuneración de los depósitos bancarios.

Es fácil observar el casi nulo juego que realizaron los PT como activo de gestión de tesorería viendo el gráfico 1. El año 1983 es un año en el que se vivieron fuertes tensionamientos de precios en el mercado interbancario. El depósito a 6 meses se situó entre el 16,78 por 100 (media mensual) en el mes de marzo y el 22,46 por 100 en agosto. En cambio, el PT en Bolsa fluctuó entre el 14,30 por 100 de abril y el 16,14 por 100 de noviembre. El diferencial entre la curva del mercado interbancario a seis meses y la del PT en Bolsa a un año marcó el espacio existente para arbitrar entre ambos mercados, efecto que hubiera limitado la diferencia de precios entre uno y otro. Sin embargo, esto no ocurrió así, produciéndose, en los meses centrales del año, diferencias de hasta 7 puntos porcentuales.

Tampoco creemos que en este año el PT se convirtiera en un activo capaz de competir con el depósito bancario por el ahorro de los particulares.

El gráfico 1 refleja una rentabilidad del depósito bancario a un año muy estable, a niveles situados entre el 12,50 y el 12,97 por 100 para el conjunto del año. Sorprende que fuera posible mantener el ahorro de los particulares remunerado a estos niveles, cuando el PT en Bolsa estuvo, como hemos visto, entre 2 y 3 puntos porcentuales más alto. Esta diferencia entre la remuneración de un activo como el PT y la del depósito bancario, cuando el título público presentaba las ventajas de ser una inversión sin riesgo, sin retención fiscal y con mayor liquidez que el depósito bancario tradicional, sólo fue posible mantenerla hasta que el PT se comercializó y se generalizó como alternativa de

colocación de ahorros entre los particulares.

Desde 1984 hasta el nuevo régimen fiscal de activos financieros

El año 1984 se abrió con la reordenación de los esquemas de coeficientes y la remodelación de los mecanismos de intervención del Banco de España.

Y esto porque en el transcurso de 1983 había quedado patente el desgaste de los instrumentos de regulación de liquidez y las dificultades que esto suponía para el logro de los objetivos monetarios.

En efecto, desde 1983 se sucedieron una serie de hechos que acrecentaron las dificultades de control monetario. En primer lugar, se arrastraban las perturbaciones de las crisis bancarias, puesto que, para conseguir el reflotamiento de estas instituciones, se permitió que, transitoriamente, no cumplieran coeficientes legales, no encontrando éstas, por tanto, ningún límite a la expansión de su negocio bancario. En segundo lugar, éste fue un período en el que los procesos de desintermediación e innovación financiera, como respuesta a las elevadas tasas de inflación, presentaron un crecimiento notable, contribuyendo al crecimiento de la liquidez «no controlada» por el Banco de España. Finalmente, el déficit de las AAPP también contribuyó al crecimiento de la base monetaria, y su financiación resultaba cada vez más problemática para las autoridades monetarias.

En este contexto, se permitió a lo largo de 1983 una aceleración en el crecimiento de la oferta de activos de caja. Cuando en el mes de agosto se decidió dre-

nar liquidez del sistema, se optó por utilizar, por tercera vez en los últimos ocho meses, una subida de los coeficientes obligatorios de la banca privada y las cajas de ahorros como instrumento de control monetario. En efecto, la utilización de los coeficientes obligatorios había sido el recurso más utilizado por la autoridad monetaria para drenar liquidez en el año 1983. Este mecanismo de control, que es el más brusco de encajar y que altera la formación de precios en el mercado, al ocultar el verdadero coste de financiar el déficit del sector público, puso de manifiesto, tanto para las entidades del sistema bancario como para las autoridades, la necesidad de diseñar un mecanismo nuevo de financiación de estos déficit.

El nuevo ordenamiento de coeficientes se realizó transformando los depósitos obligatorios y las carteras de certificados de regulación monetaria y pagarés del Tesoro en unos nuevos coeficientes de caja y deuda pública. El nuevo mecanismo de intervención en los mercados monetarios se instrumentó a través de las ventas de la cartera de pagarés del Banco de España a vencimiento o con pacto de recompra. El éxito de este nuevo esquema para financiar el déficit y controlar la liquidez se aseguró por dos vías. Por una parte, se creó una demanda forzosa de pagarés por parte de las entidades, al obligar a materializar el nuevo coeficiente de deuda pública en PT. Por otra, excluyendo de la base de cómputo de los coeficientes los recursos captados por las instituciones financieras mediante cesiones temporales de pagarés del Tesoro.

Estos cambios en la regulación de los mercados monetarios, propiciados por la necesi-

dad de financiar los déficit de las AAPP de forma más eficiente y ordenada, provocaron cambios estructurales importantes en los mercados financieros a corto plazo, al producir una mayor integración entre éstos, con el consiguiente efecto sobre los precios practicados en ellos, tema del que es objeto nuestro análisis.

A lo largo del año 1984, el Banco de España permitió incrementos transitorios muy elevados de la liquidez del sistema provocando una senda descendente en los tipos de interés del interbancario. Esta actitud permisiva, por parte de la autoridad monetaria, se justificó en base a los siguientes hechos. En primer lugar, los bancos y las cajas aumentaron considerablemente sus excedentes de liquidez por incertidumbres relacionadas con los nuevos mecanismos de drenaje. En segundo lugar, el Banco de España tampoco conocía la eficiencia del nuevo instrumento hasta que, a mitad del año, no entrase en vigor el coeficiente de deuda del Estado y del Tesoro. Finalmente, no parecía conveniente añadir presión sobre la peseta en los mercados cambiarios manteniendo elevados los tipos de interés.

Como consecuencia de estos hechos, podemos observar en el gráfico 1 que los precios de los depósitos en el interbancario evolucionaron a la baja ininterrumpidamente a lo largo de 1984. El hecho que nos interesa destacar es que, desde mitad de año, los tipos interbancarios fueron ajustándose a los tipos de los PT negociados en Bolsa y a los tipos pasivos bancarios, desmarcándose de los tipos activos bancarios, a los que habían estado ligados durante 1983.

Las razones de esta evolución creemos que están asociadas a la ampliación del mercado de PT. En el momento en que este mercado adquirió profundidad y liquidez, generalizándose tanto las ventas con pacto de retrocesión como las ventas en firme entre entidades y entre éstas y el público, se habían creado las condiciones para que el PT se convirtiera en un poderosísimo instrumento para materializar los excesos de tesorería de las entidades, lo cual explica el ajuste del tipo en el interbancario con los precios de los PT en Bolsa. El acercamiento de estos últimos a los tipos de los pasivos bancarios se debió al nexo de unión, creado por el PT, con el mercado de captación de recursos tradicionales del sistema bancario.

Y así, en el momento en que el PT desempeñó la función mencionada para los intermediarios financieros, cualquier tensionamiento del precio del depósito en el interbancario era neutralizable, recuperando las entidades posiciones más líquidas mediante la venta de PT, en firme o con pacto de recompra, a los particulares.

Igualmente, el público podía reaccionar en contra de cualquier deslizamiento de la remuneración de los depósitos bancarios, colocando sus ahorros en PT, desarrollándose, por consiguiente, un arbitraje entre ambos mercados que se ocupó de mantener sus respectivos precios dentro de unos diferenciales mucho más ajustados que en 1983.

De nuevo, es posible observar en el gráfico 1 cómo los tipos del depósito interbancario a seis meses siguieron una tendencia en 1984 mucho más clara que en 1983, dentro de la evolución ge-

neral descendente que les imprimió la política monetaria permisiva en ese año. Su nivel se situó ligeramente por encima del precio del PT en el mercado bursátil, pero nunca observó oscilaciones bruscas, propias de fuertes estrecheces de liquidez en el mercado de depósitos de las entidades. Es en este sentido en el que pensamos que la profundidad y liquidez adquirida por el mercado de PT hacia 1984 permitió a este mercado actuar de amortiguador en momentos de tensionamiento del interbancario, suavizando, en gran medida, sus oscilaciones.

También en este gráfico es posible observar el acercamiento que se produjo entre los tipos de los PT negociados en Bolsa y los de los depósitos bancarios a lo largo del año. La diferencia entre ambos en el último mes de 1984 es de 0,55 puntos porcentuales, frente a los 3,25 puntos del último mes del año anterior.

Podemos observar la importancia de este mercado y la flexibilidad que va desarrollando al comparar la distribución por suscriptores de las emisiones brutas de PT y los saldos en circulación de éstos sin ajustar o los pagares adquiridos en firme y los saldos ajustados por operaciones temporales.

En el cuadro n.º 1 se observa que la banca privada y las cajas de ahorros realizaron una suscripción de 996,8 m. M. nominales en el año 84, acudiendo a las subastas de primario. Sin embargo, en ese mismo año el saldo a diciembre de los PT en firme, en poder de la banca, alcanzó la cifra de 1.521,1 m. M. y de 1.173,2 (cuadro n.º 2) la cantidad mantenida por las cajas.

Los respectivos saldos ajusta-

CUADRO N.º 2
PAGARES DEL TESORO EN CIRCULACION Y OPERACIONES TEMPORALES
 (Saldos ajustados y sin ajustar)

	Banco de España			Total (excepto BE)			Banca privada			Cajas de ahorros		Otras inst. financieras (3)			Público				
	Total	Saldo sin ajustar	C-V neto	Saldo ajust.	Saldo sin ajustar	C-V neto	Saldo ajust.	Saldo sin ajustar	Ajuste (1)	Saldo ajust.	Saldo sin ajustar	Ajuste (1)	Saldo ajust.	Saldo sin ajustar	Ajuste (2)	Saldo ajust.	Saldo sin ajustar	Ajuste (2)	Saldo ajust.
1981	30,0	0,3	0,0	0,3	29,7	0,0	29,7		0,0		0,0		0,0						0,0
1982	115,0	3,2	0,0	3,2	11,8	0,0	11,8		0,0		0,0		0,0						0,0
1983	1.310,0	707,2	0,0	707,2	602,8	0,0	602,8		0,0		0,0		0,0						0,0
1984	3.675,4	447,7	-440,7	7,0	3.227,7	440,7	3.668,4	1.521,1	152,5	1.673,7	1.173,2	-29,8	1.143,3	143,4	-22,7	120,7	390,0	240,8	730,8
1985 mayo	4.606,5	513,4	-266,4	247,0	4.093,1	266,4	4.359,5	2.057,9	-452,3	1.605,3	1.444,5	10,8	1.455,2	175,2	-55,7	119,5	415,5	764,0	1.179,5
1985 dic.	5.100,3	447,6	-123,8	323,8	4.652,6	123,8	4.776,4	2.329,8	-1.050,9	1.283,7	1.479,1	-318,1	1.161,1	157,9	-32,6	125,3	685,7	1.520,5	2.206,2
1986 jun.	6.721,1	594,3	0,0	594,3	6.126,8	0,0	6.126,8	3.377,3	-2.216,0	1.158,4	1.472,6	-419,7	1.054,2	153,9	-107,8	46,1	1.123,0	2.745,1	3.868,1
1986 dic.	5.962,8	427,7	-0,4	427,3	5.535,0	0,4	5.535,4	3.184,3	-2.110,8	1.076,1	1.245,7	-303,7	942,1	145,5	-108,0	37,5	959,5	2.522,9	3.482,4

(1) Ajuste

- a) Operaciones temporales.
 - b) Discrepancias estadísticas.
- Sólo aparecen datos operaciones temporales.

(2) Ajuste

- a) Operaciones temporales.
 - b) Discrepancias estadísticas.
- Aparecen datos ambos.

(3) Otras instituciones financieras

- a) Entidades de crédito cooperativo.
- b) SMMD.
- c) Entidades de crédito oficial.
- d) Organismos internacionales.

(4) Otros

- a) Entidades de seguros.
- b) Juntas y agentes.
- c) Entidades de inversión colectiva.
- d) Otras entidades financieras.

Fuente: Boletín Estadístico. Banco de España, noviembre 1986.

dos por operaciones temporales arrojaron cantidades de 1.673,7 m. M. y 1.143,3, siendo por tanto la banca privada compradora neta de estos títulos por operaciones temporales, y las cajas de ahorros vendedoras netas. Las diferencias entre estos saldos y los de suscripción en primario da una idea del desarrollo que había adquirido el mercado secundario de estos títulos.

El público es el gran comprador del mercado secundario. Mientras que en 1984 suscribió 272,3 m. M. nominales en las subastas ordinarias, su saldo en diciembre, teniendo en cuenta el saldo neto de operaciones en firme, alcanzó 390,0 m. M., y ajustado por operaciones temporales, 730,9 m. M.

Asimismo, la medida en la que los PT pasaron a ser instrumentos de gestión de tesorería para

los intermediarios financieros puede observarse en el cuadro número 3, donde aparecen los saldos ajustados por operaciones temporales para la banca privada y las cajas de ahorros divididos entre títulos retenidos por coeficiente y de libre negociación. De los 1.673,6 m. M. en poder de la banca en diciembre de 1984, el 28 por 100 eran títulos de libre circulación. Las cajas mantenían la misma proporción, siendo 1.143 m. M. su saldo ajustado en la misma fecha. Estos excesos sobre coeficientes dan idea de la relevancia adquirida por el PT como amortiguador de tensiones en los mercados financieros a corto plazo.

Desde mediados de 1985 hasta la actualidad

La relación establecida entre los tipos de interés de las opera-

ciones interbancarias de depósito y los de los depósitos bancarios, gracias a los elementos de competencia y permeabilidad aportados por los PT, siguió produciéndose hasta la primera mitad de 1985.

En la mitad de este año se volvió a alterar la estructura de precios de los diferentes activos negociados en los mercados financieros a corto plazo, debido a la entrada en vigor de la ley que regula el nuevo régimen fiscal de determinados activos financieros. A partir de este momento, pasaron a considerarse rendimientos de capital mobiliario y, por tanto, a estar sujetos a retención cualquier contraprestación por la captación o utilización de capitales ajenos, a excepción de los PT.

Por esta causa, el PT dejó de ser un título emitido en igualdad

CUADRO N.º 3
PAGARES DEL TESORO EN CIRCULACION
Saldos ajustados (miles de M.)

	<i>Retenidos por coeficiente</i>			<i>De libre negociación</i>		
	<i>Banca</i>	<i>Cajas</i>	<i>Total</i>	<i>Banca</i>	<i>Cajas</i>	<i>Total</i>
Enero 1985	1.214,3	840,4	2.054,7	748,5	412,1	1.160,6
Febrero	1.101,8	785,3	1.887,1	866,2	500,3	1.366,5
Marzo	1.097,0	799,3	1.896,3	615,9	479,7	1.095,6
Abril	1.102,9	811,3	1.914,2	516,1	611,6	1.127,7
Mayo	1.112,5	823,1	1.935,6	492,8	632,1	1.124,9
Junio	1.117,5	814,0	1.931,5	638,0	697,1	1.335,1
Julio	1.108,5	840,3	1.948,8	488,4	603,7	1.092,1
Agosto	1.087,2	848,3	1.935,5	481,8	568,4	1.050,2
Septiembre	1.097,9	854,7	1.952,6	592,8	552,2	1.145,0
Octubre	997,6	778,6	1.776,2	634,3	577,3	1.211,6
Noviembre	993,9	783,2	1.777,1	339,0	487,7	826,7
Diciembre	1.020,1	815,2	1.835,3	263,6	345,9	609,5
Enero 1986	990,7	806,8	1.797,5	483,2	430,4	913,6
Febrero	982,7	809,3	1.792,0	358,4	379,9	738,3
Marzo	983,4	815,8	1.799,2	334,8	334,9	669,7
Abril	963,6	818,9	1.782,5	242,0	240,7	482,7
Mayo	936,6	822,3	1.758,9	131,6	198,6	330,2
Junio	947,0	831,3	1.778,3	212,4	222,8	434,2
Julio	958,8	861,3	1.820,1	63,6	128,5	192,1
Agosto	945,6	873,1	1.818,7	50,4	82,9	133,3
Septiembre	976,6	876,7	1.853,3	126,7	86,7	213,4
Octubre	984,7	883,5	1.868,2	45,1	51,5	96,6
Noviembre	972,9	890,1	1.863,0	45,9	40,1	86,0
Diciembre	1.007,5	922,2	1.929,7	68,5	19,9	88,4

de condiciones con el resto de los activos del mercado monetario y la excepción que estableció el nuevo régimen fiscal introdujo una nueva estructura de demanda de PT que modificó las relaciones entre las rentabilidades que hemos observado desde 1984.

La nueva estructura de demanda dirigió hacia los títulos de deuda a corto plazo del Tesoro los flujos de fondos que buscaban la ocultación fiscal, por una parte, y, por otra, la necesidad forzosa de PT que tenían las instituciones financieras que estaban sometidas al coeficiente de deuda del Estado y del Tesoro.

Esta fragmentación de la demanda de PT permitió al Tesoro

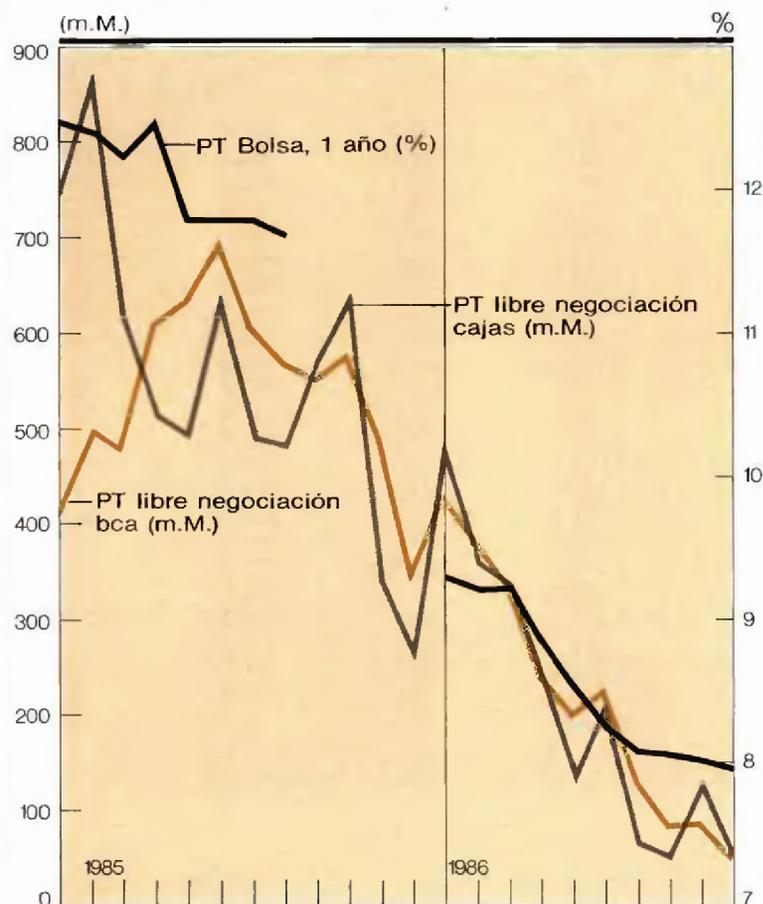
disminuir la rentabilidad de su pasivo a corto con gran rapidez. Esta tendencia a la baja del tipo marginal de PT fue seguida por el precio al que se negoció este título en la Bolsa y que se encuentra en el gráfico 1.

El Tesoro se propuso disminuir considerablemente, por esta vía, el coste de la financiación del déficit, consciente de que los PT seguirían resultando atractivos, al menos durante un tiempo, a los particulares que tuvieran fondos que desearan ocultar al Fisco por haber sido generados en actividades no sometidas a control, así como inversiones financieras que antes del nuevo régimen fiscal no estuvieron sometidas a retención.

Sin embargo, la disminución paulatina de la rentabilidad del PT hizo que éste dejara de ser atractivo para empresas particulares e intermediarios financieros que generaban rentas perfectamente controladas por Hacienda.

La nueva situación marcó alteraciones en el mercado interbancario en un doble sentido. Por una parte, la rentabilidad ofrecida por el PT dejó de resultar interesante para rentabilizar la tesorería de los intermediarios financieros y, por otra, resultó cada vez más difícil recuperar posiciones de liquidez por parte de las entidades cuando se tensionaba el depósito en el interbancario, porque las cesiones

**GRAFICO 2
EXCEDENTES SOBRE COEFICIENTE
Y RENTABILIDAD DEL PAGARE DEL TESORO**



temporales a corto plazo empezaron a resultar menos atractivas para un sector del público a los nuevos precios.

El comportamiento observado por las entidades refleja una disminución en sus tenencias de PT de libre negociación. En el cuadro n.º 3 aparecen los saldos ajustados por operaciones temporales para la banca y cajas de ahorros, distinguiendo entre los PT que cubren coeficiente y los de libre negociación. En mayo de 1985, los PT de libre negociación, para estos intermediarios, ascendieron a 1.124,9 m. M., ci-

fra que representó un 37 por 100 del total de PT en sus carteras. En diciembre de ese mismo año, el porcentaje mencionado disminuyó al 25 por 100 y en diciembre de 1986 al 4 por 100.

En el gráfico 2 se puede observar cómo el excedente de PT mantenido sobre el coeficiente de deuda del Estado y del Tesoro fue disminuyendo a medida que lo hacía la rentabilidad de este título.

Al dejar de ser el PT un instrumento de gestión de tesorería importante, el tipo de depósitos del interbancario se vio de

nuevo sometido a fuertes oscilaciones en función de las modificaciones del marginal de la subasta de préstamos de regulación, perdiendo como nivel de referencia el precio de los pasivos bancarios.

Así, cuando el Banco de España subió el precio de la subasta, en los primeros meses del año, se notó una respuesta en los precios del depósito interbancario en todos los plazos. Estos cedieron al mantenerse el marginal y volvieron a repuntar tras la fuerte escalada de éste en los meses de verano.

El tipo del PT se descolgó de las rentabilidades del interbancario y de los depósitos bancarios desde mediados de 1985 y ha continuado separándose a medida que transcurría el año 1986. El precio de las cesiones temporales ha seguido la trayectoria descendente marcada por los sucesivos recortes del primario y, paulatinamente, ha pasado a dar información sobre el exceso o defecto de PT para cubrir el coeficiente de deuda, más que a dar información acerca del exceso o defecto de liquidez para cubrir el coeficiente de caja.

En efecto, al dejar de ser fundamentalmente un instrumento para arbitrar fondos al mercado del depósito interbancario, el tipo de las operaciones con pacto de recompra pasó, en este año, a ser una señal de la necesidad de cubrir el coeficiente de PT en el mercado secundario, descolgándose por completo del tipo del depósito interbancario. En el gráfico 1 podemos observar que la separación que existió entre el precio del depósito interbancario y el de las cesiones temporales a seis meses en agosto de 1985 era de 1,7 puntos porcentuales. Un año des-

pués es casi de 5 puntos y la diferencia continúa abriéndose.

La disminución de la rentabilidad de la deuda a corto del Tesoro también dejó de ser una referencia para la remuneración del depósito bancario. Desde el mes de octubre de 1985 la rentabilidad de PT en el mercado bursátil se colocó sistemáticamente por debajo del depósito bancario, dejando de competir por el ahorro de los particulares, excepto en el caso de los fondos que vayan buscando la ocultación fiscal. En la medida en que la rentabilidad de PT vaya disminuyendo, como parece que va a ser la tendencia, el depósito bancario volverá a recuperar su papel preponderante en la captación de ahorro de los particulares y su remuneración seguirá separándose de la del depósito interbancario.

Creemos, por tanto, que el PT ha dejado de desempeñar un papel como instrumento para suavizar repuntes de los tipos en el interbancario porque ha perdido interés como instrumento para colocar la tesorería. Pensamos que, en este momento, el mercado interbancario carece de tal instrumento y, más concretamente, de uno que realice la función de gestionar la tesorería de las entidades tan eficazmente como lo hizo el PT durante 1984 y hasta mediados de 1985. Sin embargo, existen repetidas declaraciones, por parte de las autoridades monetarias, de que el Tesoro podría emitir un activo a corto plazo (letra del Tesoro) que cubriese el vacío que ha ido dejando el PT en esta última temporada. A más largo plazo, y en la medida en que el mercado se familiarice con el sistema de anotaciones en cuenta con deuda pública y en que se incrementen los saldos de ésta en las

carteras de las instituciones financieras, pensamos que serán estos títulos los que se convertirán en el verdadero eje del mercado, al permitir el trasvase de tesorería entre este mercado y el de depósitos interbancarios así como la instrumentación de la política monetaria mediante operaciones en mercado abierto.

Tampoco parece ya competitivo el PT con el depósito bancario a la hora de captar el ahorro tradicional que no busca la ocultación fiscal, al haberse colocado su rentabilidad casi dos puntos porcentuales por debajo de la de éste. El tipo que tengan ahora que pagar las instituciones financieras por captar su pasivo compite cada vez más con otros activos financieros distintos del PT.

Los próximos desarrollos del sistema financiero en este sentido sentarán las bases de las nuevas relaciones que se establecerán entre los diversos precios de los mercados monetarios.

II. LOS «COSTES» DEL DESCENSO DE LOS TIPOS DE INTERES DE LOS PAGARES DEL TESORO

1. La importancia de los pagarés del Tesoro en la estructura financiera de la economía

La evolución de la economía española de los últimos años ha venido determinada, en buena medida, por las crecientes necesidades financieras de las administraciones públicas. Como es bien conocido, éstas han pasa-

do de suponer 523,3 m. M. de ptas. en 1981, a alcanzar los 1.746,7 m. M. en 1985. Es en este marco donde analizaremos el fenómeno de los PT como instrumento de financiación del déficit público.

Uno de los objetivos prioritarios del Estado en su estrategia financiera es la reducción del coste de su endeudamiento, y desde ese punto de vista enfocaremos nuestro análisis en este apartado: la evolución, lamentablemente no siempre cuantificable, del papel del PT en el proceso de endeudamiento público y de su capacidad como instrumento útil para la reducción de la carga de intereses de la deuda pública, en un contexto de descenso de tipos de interés, de fuerte intervención del Banco de España en el proceso y de cambios institucionales en la regulación fiscal señalados en la sección anterior.

Flujos financieros y pagarés del Tesoro

Desde que en 1981 se emitieran por primera vez PT por la pequeña cifra total de 30 m. M., este instrumento financiero ha tomado gran importancia, mostrando una aceleración en su crecimiento mayor que la observada por la variación de los pasivos financieros de las administraciones públicas. Así, los pagarés, que representaban sólo un 3,6 por 100 del aumento de los pasivos financieros de éstas en 1981, pasaban a alcanzar un 63 por 100 en 1985, tras un 104,4 por 100 en 1984. Un instrumento a corto plazo de gran liquidez y profundo mercado secundario se convertía, de esta forma, en principal pasivo financiero del Tesoro, en un contexto de crecientes necesidades financieras de éste (ver cuadro n.º 4).

Recíprocamente, el pagaré pasaba a engrosar de forma creciente las carteras de las instituciones financieras como un importante activo financiero. Los flujos anuales de pagarés emitidos por el Tesoro representaban porcentajes cada vez más amplios de la variación de activos financieros de las instituciones: primero, del Banco de España, en 1983, y después, del sistema bancario, fundamentalmente, a partir de ese año, tras los trasvases de las carteras de CRM de las entidades a las que éstas poseían de pagarés. El año clave de este proceso fue 1984. En ese año se sentaron las bases, como ya se ha señalado, del actual sistema de intervención de la autoridad monetaria con PT, y fue posible ya un fuerte aumento de las cifras de emisión.

Junto a las instituciones financieras, las empresas no financieras y las familias también han visto aumentar en los últi-

mos años sus tenencias de PT. Ello se produjo básicamente en los años 1983 y 1985, pero aunque no se dispone aún de las cifras finales de 1986, sí puede adelantarse que éste ha sido el año del aumento de los saldos de PT en manos del público, como 1984 fue el de las carteras de las entidades bancarias. Los efectos de la ley de régimen fiscal de activos financieros, que se dejaron sentir desde el anuncio de su publicación, incentivando la adquisición de PT por parte del público, con interés por la ocultación fiscal fundamentalmente, durante 1985, se han visto multiplicados como consecuencia de la amortización de cantidades muy importantes de pagarés bancarios, cuyos saldos se han transformado en títulos del Tesoro a lo largo del primer semestre de 1986 en un grado ciertamente elevado.

En toda esta evolución el papel del Banco de España como

agente acumulador de saldos en unos casos (año 1983) o como mero colocador en otros (años siguientes) ha sido de gran trascendencia. El uso de los PT como instrumento de drenaje de la autoridad monetaria desde 1984 ha permitido al Banco de España desempeñar una serie de funciones, unas veces implícitas otras explícitas, que en esta sección trataremos de esbozar como elemento esencial a la hora de valorar económicamente la utilización del PT como instrumento de financiación pública.

Con estos fines, nos centraremos en los dos últimos años por ser la evolución de 1983 y 1984 más conocida. El papel de la autoridad monetaria en el proceso de sustitución de CRM por pagarés es, por otra parte, más claro que el ejercido por ésta una vez finalizado el proceso. Es en ese período posterior al trasvase donde pueden aparecer menos explícitamente las funciones de

CUADRO N.º 4
LOS PAGARES DEL TESORO EN LAS CUENTAS FINANCIERAS.
VARIACION DE ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS EN PAGARES DEL TESORO
(m. M. de ptas.)

	1981	1982	1983	1984	1985
PASIVO					
Administraciones públicas	30,0	85,0	1.195,0	2.365,4	1.424,9
ACTIVO					
Instituciones financieras	28,0	25,6	847,1	2.391,0	1.133,8
Monetarias	27,5	12,2	841,2	2.271,9	1.125,6
Banco de España	0,3	2,6	705,7	-260,7	-0,1
Banca	18,3	12,7	48,9	1.441,2	808,7
Cajas de Ahorros	8,6	-3,0	82,0	1.085,6	305,9
Cooperativas de crédito	0,3	-0,1	4,6	5,8	11,1
Otras instituciones	0,5	13,4	5,9	119,1	8,2
Crédito oficial	-	-	-	46,9	-5,7
Sociedades mediadoras	-	8,1	2,8	63,6	11,4
Empresas de seguros	0,5	5,3	3,1	8,6	2,5
Empresas no financieras y familias	2,0	59,4	347,9	-27,1	292,6
Administraciones públicas	-	-	-	1,5	-1,5

Fuente: Banco de España.

CUADRO N.º 5
LOS PAGARES DEL TESORO EN LAS CUENTAS FINANCIERAS.
PROPORCIÓN DE PAGARES DEL TESORO EN ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS
 (m. M. de ptas.)

	1981	1982	1983	1984	1985
<i>Administraciones públicas</i>					
Variación pasivos financieros	836,2	1.632,4	1.981,9	2.266,4	2.263,4
Porcentaje en pagarés del Tesoro ..	3,6	5,2	60,3	104,4	63,0
<i>Instituciones financieras</i>					
Variación activos financieros	3.923,2	5.056,9	5.638,4	5.871,2	4.477,4
Porcentaje en pagarés del Tesoro ..	0,7	0,5	15,0	40,7	25,3
<i>Empresas no financieras y familias</i>					
Variación activos financieros	2.262,2	3.189,3	3.122,4	3.182,2	3.534,8
Porcentaje en pagarés del Tesoro ..	0,1	1,9	11,1	-0,9	8,3
<i>Administraciones públicas</i>					
Variación activos financieros	312,9	572,9	853,4	987,4	516,7
Porcentaje en pagarés del Tesoro ..	—	—	—	0,2	-0,3
PRO-MEMORIA					
<i>Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación total</i>					
Administraciones públicas	-523,3	-1.059,5	-1.128,5	-1.279,0	-1.746,7
Instituciones financieras	156,1	41,5	84,3	426,0	410,8
Empresas no financieras y familias .	-175,0	413,0	611,4	1.403,3	1.703,4
Sector exterior	-542,2	-605,0	-477,0	210,8	260,2
Ajustes intersectoriales	—	—	44,2	-375,5	-107,3

Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

apoyo del Banco de España a la colocación de pagarés por parte del Tesoro y a la fijación de los tipos de interés. Nos interesa aquí dibujar, aunque sea de forma muy aproximada, el coste que ha supuesto, en términos económicos, para el Banco de España el desempeño de tal papel.

Al tiempo, es relevante señalar otros costes asociados a la evolución y a la naturaleza de los PT. El aparente descenso radical de los tipos de interés de los PT se encuentra relacionado con lo que se ha dado en llamar la «prima fiscal» que poseen estos títulos de forma diferencial frente al resto de los activos financieros, tras la publicación de la Ley de régimen fiscal citada.

Ambos aspectos —la intervención decidida del Banco de

España y los costes para el Estado relacionados con el régimen fiscal del PT— relativizan la fuerte caída de los tipos de interés y dan pie a la reflexión en torno al papel jugado por el PT en general y respecto al mercado de deuda pública.

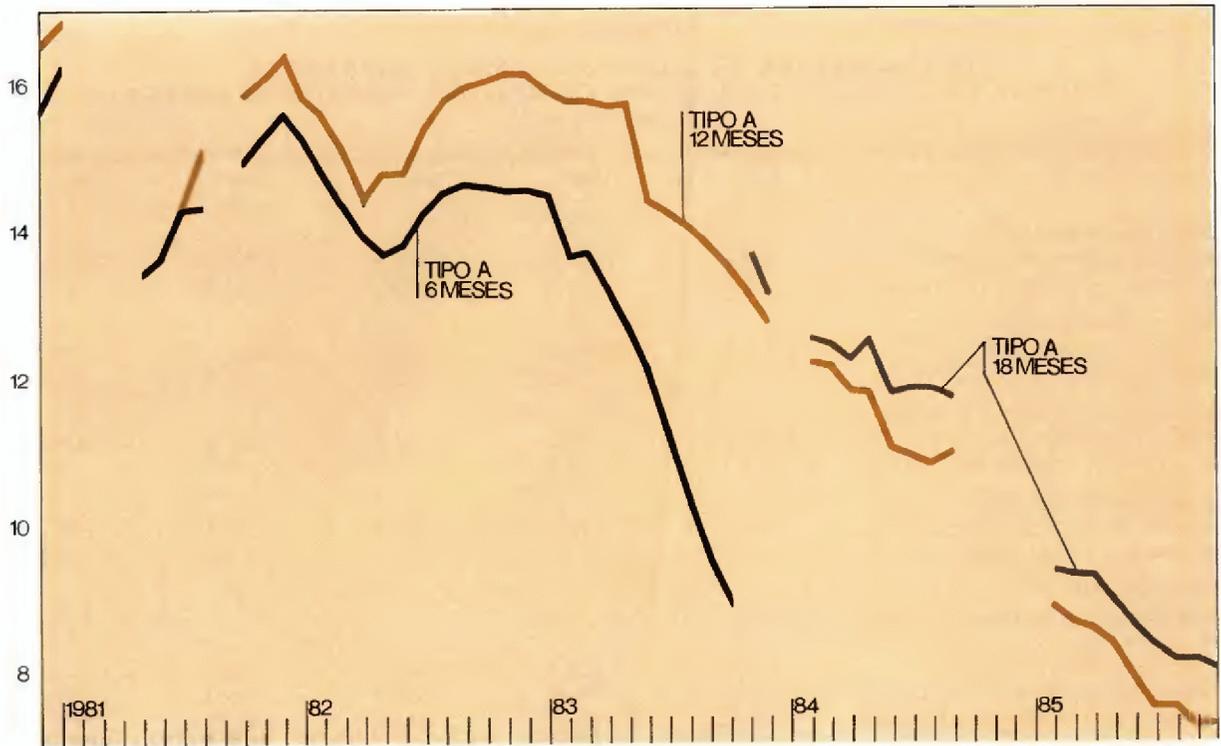
2. El descenso de los tipos de interés y sus «costes»

Desde agosto de 1984 los tipos de interés de los PT ofrecidos en las sucesivas subastas han sido prácticamente inflexibles al alza. Este descenso de rentabilidades se ha centrado fundamentalmente en el año 1985, en el contexto del anuncio de la publicación de la Ley de

Régimen Fiscal de Activos Financieros, en su primera mitad, y de su plena vigencia, en la segunda. En 1986, por otro lado, la evolución de los tipos de interés del mercado primario muestra una trayectoria descendente en la primera parte del año —coincidiendo con los vencimientos de los pagarés bancarios, refugio, en gran medida, del llamado «dinero negro»—, y otra, caracterizada por el mantenimiento, en la segunda, una vez los saldos de pagarés en manos del público comienzan a decrecer, acusando las bajas rentabilidades, que desplazan a una parte importante del público (el no interesado por la ocultación fiscal) hacia otros activos líquidos.

La reducción de los tipos de interés de los PT a 18 meses (el

GRAFICO 3
A. TIPOS DE INTERES DE PAGARES DEL TESORO EN EL MERCADO PRIMARIO
 (Medidas mensuales) (En %)



B. EVOLUCION DEL SALDO VIVO TOTAL DE PAGARES DEL TESORO
 (Saldos a fin de mes) (Billones nom.)



plazo más largo, que comienza a emitirse en octubre de 1984), entre enero de 1985 y enero de 1986 fue de nada menos que 3,2 puntos. Entre este último mes y octubre de 1986, el descenso de tipos alcanzó 1,3 puntos. La valoración de este importante recorte de rentabilidades pasa, según concluiremos, no sólo por la observación de estos datos, sino también por el análisis del papel desempeñado por el Banco de España a lo largo de 1985 y 1986, y de los cambios fiscales que afectaron a los activos alternativos al PT en ambos periodos. No se trata, pues, de buscar aquí las causas del descenso, sino de analizar los factores que han contribuido, en el terreno de lo operativo, a éste, con el fin de obtener algunas conclusiones útiles sobre la realidad y la deseabilidad del recorte de las rentabilidades de los PT.

En las siguientes líneas trataremos de perfilar los dos factores que pensamos han tenido una importancia decisiva en el proceso de descenso de las rentabilidades de los PT. Analizaremos estos factores como costes de ese proceso, por lo que entrañan de negativo para el funcionamiento eficiente del mercado de pagarés y porque suponen, en última instancia, un coste para el Tesoro.

Se trata, por una parte, de la intervención del Banco de España con pagarés en 1985, que estudiaremos como una intervención en el mercado de estos títulos y no desde el punto de vista del control monetario. Su importancia reside en las funciones que cumple en un período de fuerte demanda de pagarés: complementa, desplaza e incluso sustituye, según las etapas que distinguiremos a lo largo de 1985, al mercado primario, es

decir, a las subastas, y contribuye a la fijación de tipos de interés, retrasando en un primer momento la caída de rentabilidades para un segmento del mercado (el de las entidades) y dirigiéndola, en otro posterior. Esta intervención es realizada con las ventas a vencimiento y con pacto de recompra de los pagarés de su propia cartera.

Por otra, se trata del papel de lo que se ha dado en llamar la «prima fiscal» del pagaré, consistente en los beneficios fiscales ligados a la no obligación ni de practicar retención alguna sobre sus intereses, ni de informar sobre la identidad de sus suscriptores que caracteriza a los PT en relación con el resto de los activos financieros. Esta situación, derivada de la Ley de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros, supone un coste de oportunidad claro, pero de muy difícil cuantificación, tarea que, por lo demás, no se propone este artículo.

3. El papel del Banco de España en el proceso de aumento de volúmenes y descenso de rentabilidades de los PT

La simple observación del gráfico 3, que refleja las rentabilidades en mercado primario de los PT en los distintos plazos en que han sido emitidos, muestra dos importantes discontinuidades en la curva de descenso de los tipos medios de 12 y 18 meses: diciembre de 1984 y septiembrediciembre de 1985. La emisión de pagarés por parte del Tesoro ha estado sujeta, en nuestro país, a unos límites marcados

por los presupuestos del Estado. Las importantes emisiones de 1984 y 1985 agotaron estos límites, haciendo innecesaria la realización de nuevas emisiones. Ello impidió, en los periodos citados, la fijación, en el ámbito del mercado primario, de precios de referencia para la negociación de estos títulos.

En este marco se inscribe la primera forma de intervención del Banco de España que analizaremos aquí: la venta de importantes cantidades a vencimiento. Como muestra el gráfico 4, estas cesiones se concentraron en los meses comprendidos entre agosto de 1985 y enero de 1986, básicamente el período en que no se celebran subastas de PT (con la excepción de la subasta especial del día 3 de octubre, en que fueron adjudicados sólo 50 m.M.) por no ser necesarias éstas para la obtención de financiación.

Tras ese período, en el que nos detendremos a continuación, se producen ventas a vencimiento significativas sólo a partir de julio de 1986, como consecuencia, fundamentalmente, del importante grado de incertidumbre que pesa a partir de entonces sobre la demanda de pagarés: descenso de la demanda del público (con reducción de los saldos en su poder) y volatilidad del mercado secundario de estos títulos en condiciones marcadas por un excedente por encima del coeficiente obligatorio, cada vez menor, en las entidades financieras (ver cuadro nº 6). Ello provoca un desplazamiento de la demanda de las instituciones delegadas del mercado primario hacia el secundario, con el consiguiente intento de ajuste de las peticiones en las sucesivas subastas a las estrictas necesidades de cober-

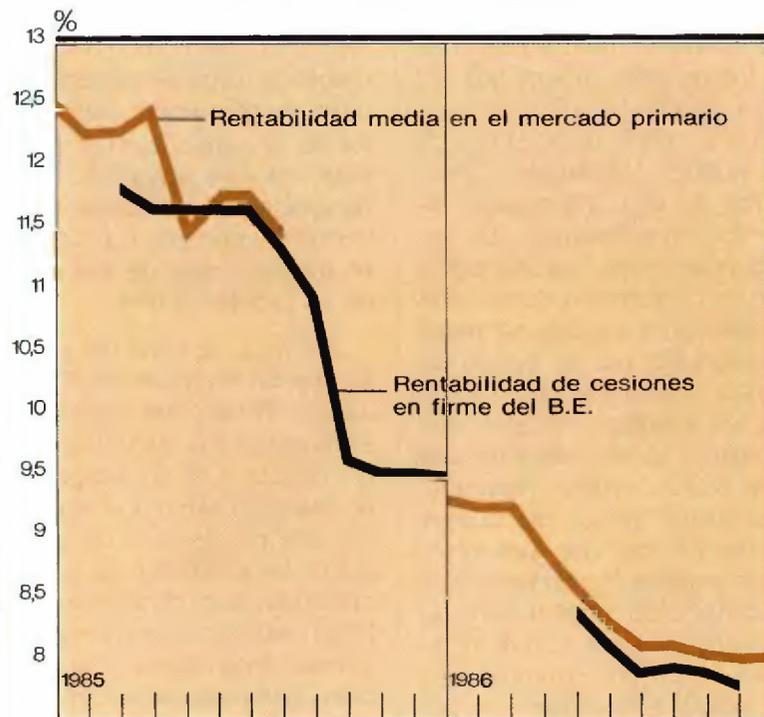
tura del coeficiente obligatorio en el caso de banca, cajas y cooperativas, y a la demanda prevista de la clientela, en general.

El intento de las entidades financieras de mantener un excedente de pagarés mínimo sobre el saldo obligado por el coeficiente, pero capaz de atender la eventual demanda de la clientela, enturbia el mercado secundario desde julio de 1986. Una vez finalizados los vencimientos de pagarés bancarios, que se centraron en la primera mitad del año, las entidades se han visto obligadas a adquirir pagarés a vencimiento de la cartera del Banco de España (éste no ha ofrecido pagarés con pacto de recompra prácticamente en todo el año) con el fin de cumplir con la obligación del coeficiente, en los casos en que una inesperada demanda del público, en un contexto de escasez de pagarés en el mercado secundario, abre unas necesidades puntuales de cobertura (3).

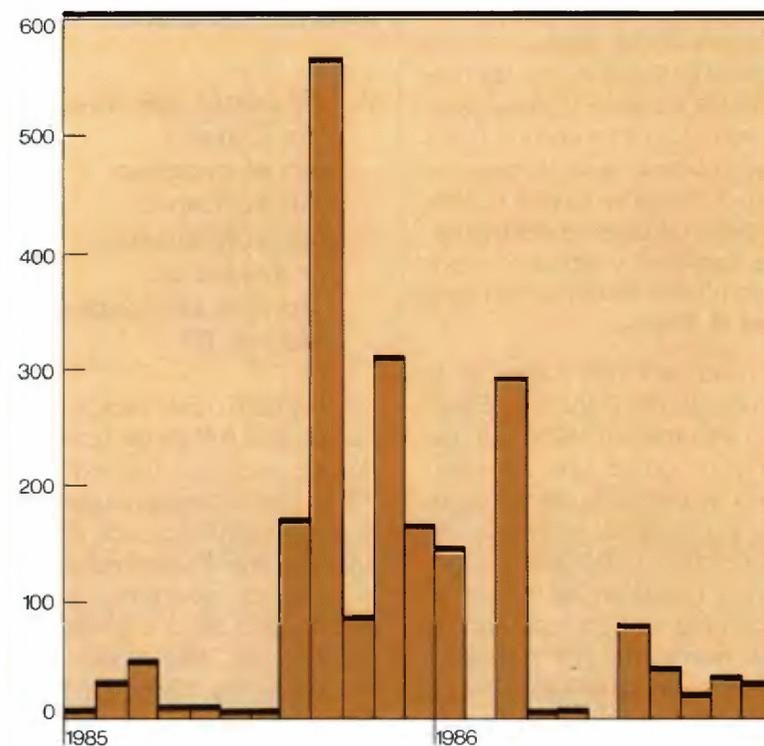
Nos interesa aquí, no obstante, centrarnos en lo ocurrido en la segunda mitad de 1985. El gráfico 4 indica la evolución de los tipos medios en el mercado primario, y una estimación (ya que no existe información oficial) de los tipos de interés de las ventas a vencimiento del Banco de España. En él queda claro que los tipos ofrecidos por la autoridad monetaria, fijados unilateralmente por ella (es decir, no por el procedimiento de subasta), dan continuidad a la curva de descenso de los tipos del mercado primario. La subasta especial del día 3 de octubre supuso, al marcar un tipo marginal a 18 meses del 9,77 por 100, un fuerte descenso de rentabilidades después de dos meses sin referencia de mercado primario. La oferta temporal del Banco de

GRAFICO 4

A. TIPOS DE INTERESES DEL MERCADO PRIMARIO Y DE CESIONES EN FIRME DEL BANCO DE ESPAÑA DE PAGARÉS DEL TESORO



B. VOLUMENES CEDIDOS EN FIRME POR EL BANCO DE ESPAÑA (m.M. nom.)



CUADRO N.º 6
EXCEDENTE SOBRE COEFICIENTE OBLIGATORIO E INTERES DEL PUBLICO
POR LOS PAGARES DEL TESORO (*)

	Coeficiente obligatorio	Excedente mantenido por banca y cajas sobre pasivos computables			Pagars del Tesoro en poder del pblico sobre saldo vivo
		Banca	Cajas	Total	
Enero 1985	12,0	7,4	6,0	6,8	17,9
Febrero	11,0	8,6	7,0	8,0	19,0
Marzo	11,0	6,2	6,6	6,4	21,1
Abril	11,0	5,1	8,3	6,5	21,3
Mayo	11,0	4,9	8,4	6,4	25,6
Junio	11,0	6,3	9,4	7,6	26,2
Julio	11,0	4,8	7,9	6,2	29,8
Agosto	11,0	4,9	7,4	6,0	33,8
Septiembre	11,0	5,9	7,1	6,5	35,2
Octubre	10,0	6,4	7,4	6,8	37,1
Noviembre	10,0	3,4	7,5	5,2	40,2
Diciembre	10,0	2,6	4,2	3,3	43,3
Enero 1986	10,0	4,9	5,3	5,1	46,1
Febrero	10,0	3,6	4,7	4,1	49,0
Marzo	10,0	3,4	4,1	3,7	50,5
Abril	10,0	2,5	2,9	2,7	54,8
Mayo	10,0	1,4	2,4	1,9	58,5
Junio	10,0	2,2	2,7	2,4	57,6
Julio	10,0	0,7	1,5	1,1	58,0
Agosto	10,0	0,5	0,9	0,7	57,3
Septiembre	10,0	1,3	1,0	1,2	57,5
Octubre	10,0	0,5	0,6	0,5	56,2
Noviembre	10,0	0,5	0,5	0,5	57,1
Diciembre	10,0	0,7	0,2	0,5	57,9

(*) Porcentajes. Excluimos las cooperativas de crdito, que comienzan su calendario de c3mputo en enero de 1986. Las cifras de la banca no incluyen al Banco Exterior, que no est3 obligado por el coeficiente.
Fuente: Banco de Espa3a. Elaboraci3n propia.

Espa3a y su oferta a vencimiento hab3an determinado en esos meses muy fuertes recortes en los tipos de los pagar3s. Puede decirse pues que las ventas a vencimiento del Banco de Espa3a hab3an estado ofreciendo rentabilidades superiores a las que el mercado primario fijar3a en los meses siguientes, y que esta situaci3n hab3a sido prevista por las entidades, que adquirieron una cifra pr3xima a los 600 m.M. en dicho mes.

En los meses de octubre, noviembre y diciembre esta situaci3n se repetir3a, de forma que los vol3menes cedidos a venci-

miento por el Banco de Espa3a (vol3menes que 3ste hab3a adquirido a su vez al Tesoro en anteriores subastas, e incluso directamente) alcanzan importes muy elevados. En conjunto, las cesiones en firme realizadas por la autoridad monetaria entre agosto de 1985 y enero de 1986 se elevaron a 1.428,6 m.M. La incidencia de estas ventas es, por tanto, comparable a la del mercado primario, que en la primera mitad del a3o 1985 emit3a 2.757,4 m.M., si se excluye lo suscrito por el Banco de Espa3a en ese per3odo.

Esta situaci3n concreta sirve

de ejemplo para la descripci3n de la labor subsidiaria del Tesoro ejercida por el Banco de Espa3a: por una parte, v3a fijaci3n de tipos en niveles pr3ximos (por debajo) al marginal determinado en el mercado primario cuando 3ste existe, y en niveles fijados unilateralmente y discrecionalmente (es decir, por motivos no necesariamente ligados a la oferta y demanda de PT) por la autoridad monetaria, cuando no tiene lugar subasta alguna en un per3odo de tiempo amplio, por otra.

El caso de las ventas temporales (con pacto de recompra)

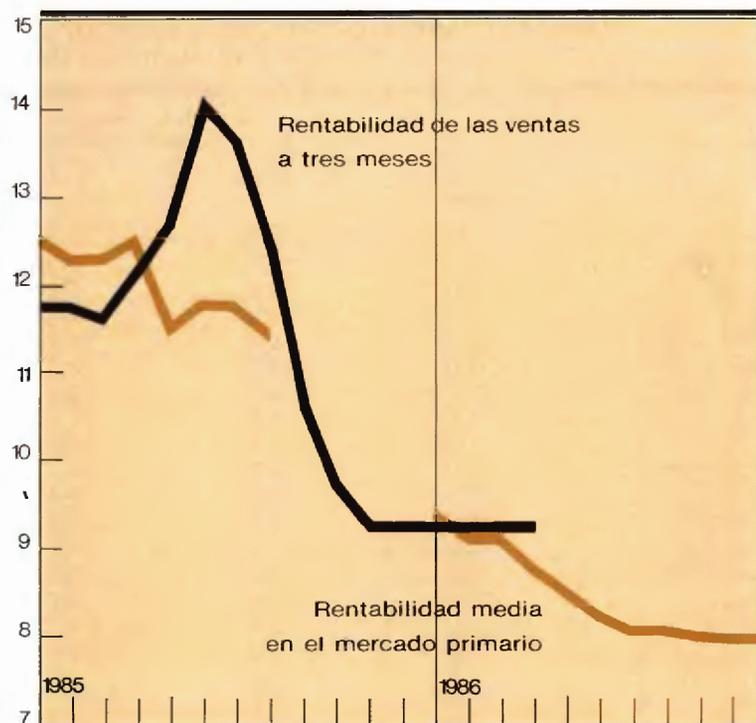
del Banco de España —segunda forma de intervención— es aún más relevante. Este tipo de ventas constituye el instrumento básico de drenaje que la autoridad monetaria utiliza para el control de la variable operativa de la política monetaria: los activos de caja del sistema bancario.

Centrándonos en el período 1985, puede observarse en el gráfico 5 la importancia, sin precedentes, de los volúmenes cedidos temporalmente por el Banco de España entre junio de 1985 y octubre del mismo año (4.486,3 m.M.). Estos fuertes volúmenes coinciden sólo en parte con el período que comentábamos de no celebración de subastas de PT y están relacionados con los elevados tipos de interés alcanzados por la oferta temporal del Banco de España. Estos llegaron al 14 por 100 en junio de 1985, cuando el tipo medio del mercado primario era del 11,8 por 100.

La justificación de tan elevadas rentabilidades se encontraba en las necesidades del control monetario. A partir de abril de 1985, las autoridades monetarias decidieron proceder a practicar una política más estricta de cara a corregir la evolución de los ALP (activos líquidos en manos del público), que en tasa trimestral elevada a anual mostraban un crecimiento del 16,9 por 100 en marzo, muy por encima del objetivo para el año del 13 por 100. La persistencia de altas tasas de crecimiento en el agregado hasta junio de 1985 exigió la elevación de los tipos de interés de las ventas temporales (no así de las cesiones a vencimiento), hasta niveles que permitieran fuertes drenajes de liquidez. Este tensionamiento era acompañado de elevaciones sustanciales

GRAFICO 5

A. TIPOS DE INTERESES DEL MERCADO PRIMARIO Y DE CESIONES CON PACTO DE RECOMPRA DEL BANCO DE ESPAÑA (En %)



B. VOLUMENES CEDIDOS CON PACTO DE RECOMPRA POR EL BANCO DE ESPAÑA (Billones nom.)

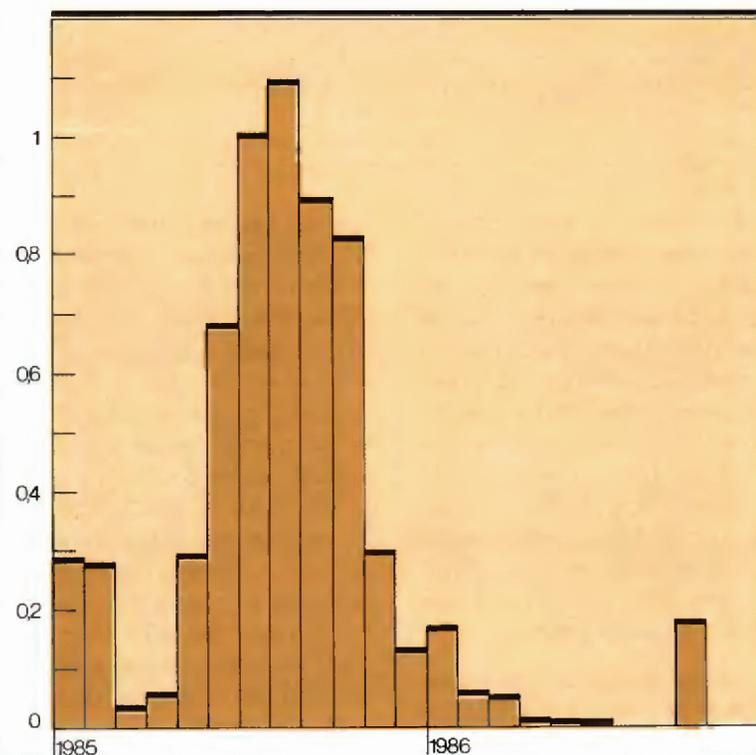
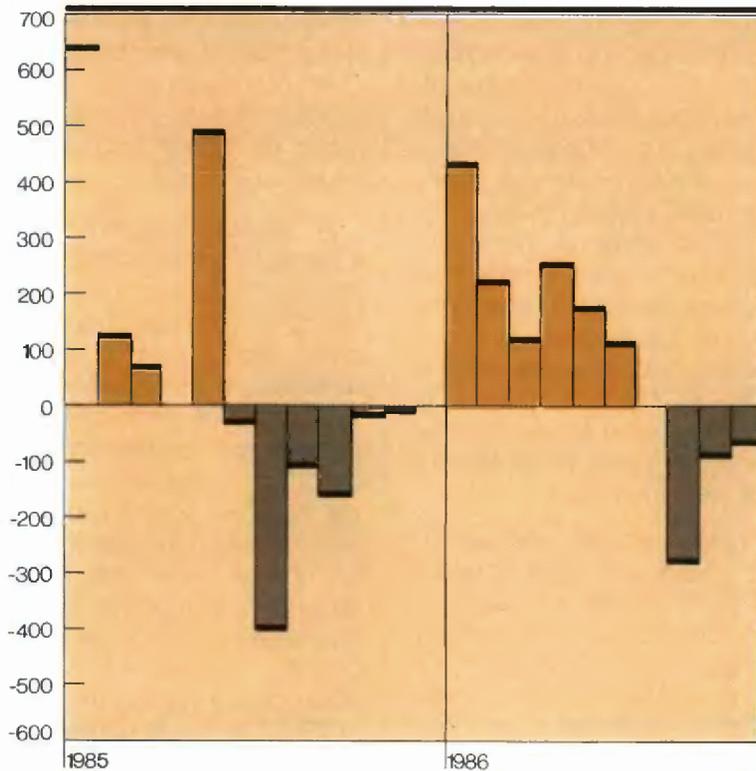
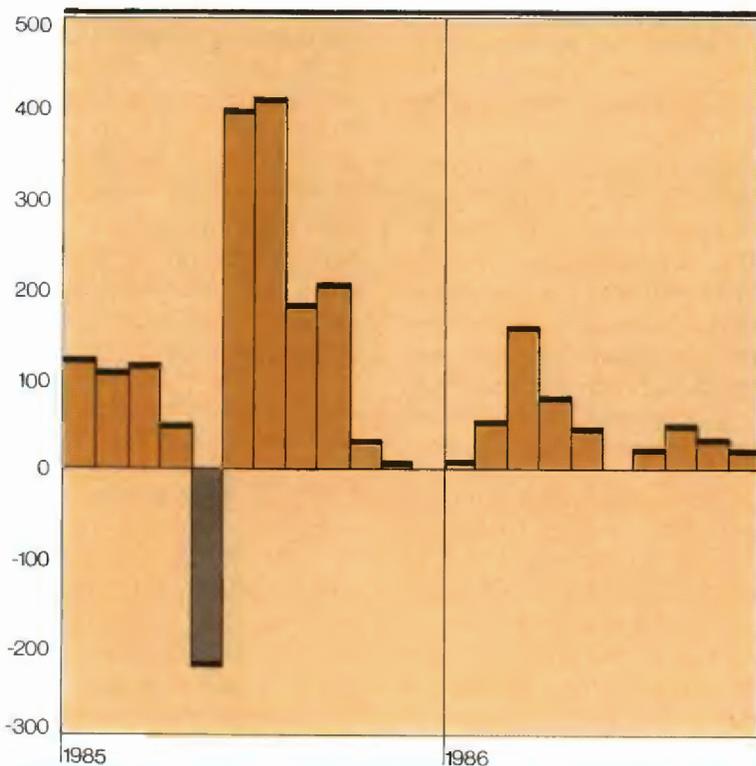


GRAFICO 6

A. EMISION NETA DE PAGARES DEL TESORO EXCLUIDA LA SUSCRIPCION NETA DEL BANCO DE ESPAÑA (m.M. nom.)



B. SUSCRIPCION NETA DE PAGARES DEL TESORO DEL BANCO DE ESPAÑA (m.M. nom.)



del tipo marginal de la subasta de préstamos de regulación monetaria (instrumento básico de inyección de liquidez del Banco de España).

Esta situación provocó la más importante intervención del Banco de España en el mercado de PT. Las entidades delegadas procedieron a adquirir masivamente estos títulos, fundamentalmente a plazo de tres meses, a partir de mayo de 1985. Estas compras tuvieron claros efectos negativos sobre la demanda en el mercado primario (ver gráfico 6) en los meses que restaban del año. En cierto modo, el Banco de España complementó en el período mayo-octubre de 1985 la oferta directa de pagarés del propio Tesoro con una oferta temporal a tipos más rentables para las entidades. Ello disminuyó el grado de renovación de los vencimientos con suscripciones a plazo, pero no sustituyó toda la demanda a largo, como muestra la fuerte emisión neta del mes de junio y las importantes ventas a vencimiento efectuadas por el Banco de España entre agosto y enero. No obstante, distorsionó la estructura de tipos de interés de los pagarés, al segmentar, vía precio, el mercado.

La fuerte demanda global de PT que se observa a lo largo de este período tenía su apoyo en las expectativas abiertas por el anuncio —en los mismos términos en que luego fue efectivamente publicada— de la próxima regulación de la fiscalidad de activos financieros. El anuncio y la posterior entrada en vigor en junio de 1985 provocó desplazamientos hacia los PT por parte de otros activos líquidos del público. Ello no afectó en gran medida al saldo vivo —que se mantuvo en un nivel similar a lo largo de 1985—, sino a su distribu-

ción entre entidades y público. Así, el excedente sobre el coeficiente obligatorio de las entidades se veía reducido a lo largo del año (proceso que continuaría más radicalmente aún en 1986), mientras ascendían los saldos en poder del público.

Este proceso, paralelo al que aquí nos ocupa, sirvió de base para la consecución de un segundo efecto perverso de las ventas temporales de PT — recordemos que el primero residía en el desplazamiento del mercado primario, con la consiguiente segmentación de la estructura de rentabilidades posibles según el inversor. Las adquisiciones temporales de las entidades financieras eran cedidas, a tipos muy inferiores, al público (con el consiguiente margen para las instituciones), por lo que lo «drenado» en los activos de caja retornaba a ALP (variable a controlar) por la vía de los PT en manos del público, a la sazón concepto no incluido en los pasivos computables, pero sí en el agregado ALP (4).

Los PT se revelaban así como un instrumento de drenaje ineficaz, al hacer posibles los arbitrajes con el público (que no tiene acceso a las ventas del Banco de España) en condiciones de fuerte demanda de éste. La justificación de la operación quedaba en entredicho y los resultados hacían del episodio un ejemplo de intervención sesgada en el mercado de pagarés.

En 1986, el instrumento de drenaje sólo volvió a ser utilizado de forma importante en septiembre, tras varios meses en que la oferta de pagarés con pacto de recompra del Banco de España había permanecido retirada. La intervención supuso entonces ventas a siete días como

máximo al 11 por 100, con el fin de retirar la liquidez sobrante en la tercera decena y estabilizar con ello los tipos de interés del mercado por encima del tipo de las ventas. La evolución monetaria de 1986 no precisó, pues, de drenajes prolongados, al depender el sistema bancario, prácticamente a lo largo de todo el año, de las inyecciones de liquidez de los préstamos de regulación monetaria. El ineficaz uso de los PT como instrumento de drenaje no se volvió a ver explicitado, salvo en la decena citada de septiembre.

Por otra parte, además de proveer saldos de PT a tipos superiores a los del mercado primario entre mayo y septiembre de 1985 —con escasa justificación, como hemos visto, desde el punto de vista del control monetario—, la autoridad monetaria contribuyó a la fijación del precio de los pagarés con sus ventas temporales, una vez que las emisiones del Tesoro dejaron de producirse (al agotarse el límite de emisión) en agosto de 1985. El vertiginoso descenso de la rentabilidad de los pagarés ofrecidos con pacto de recompra por el Banco de España, que se inició en junio, continuó en agosto, sin referencia ya del mercado primario, de forma que la subasta especial realizada en septiembre determinó unas rentabilidades sólo un poco más bajas ya que las de las operaciones temporales del Banco de España.

Así, tanto las operaciones a vencimiento como las realizadas con pacto de recompra por el Banco de España en 1985 jugaron un papel importante en un año de fuerte demanda de pagarés (por expectativas de tipos a la baja), complementando la oferta del Tesoro con fuertes volúmenes, contribuyendo a la fi-

jación de las rentabilidades de las que después partiría el Tesoro en 1986 y ofreciendo temporalmente pagarés a tipos muy superiores a los del mercado primario en el período mayo-septiembre de 1985.

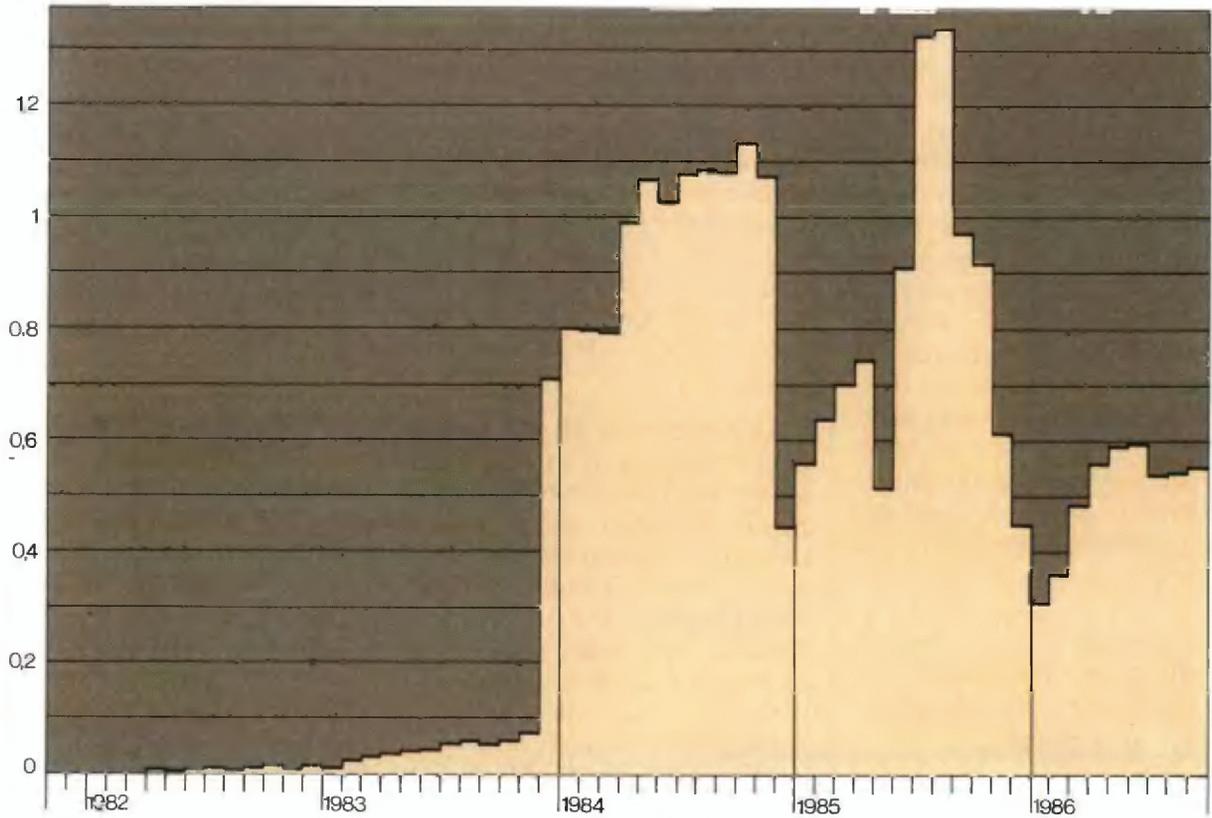
A las ventas a vencimiento y a las cesiones temporales puede unirse una forma más de intervención que hasta ahora ha quedado implícita en lo dicho. Se trata de la cartera mantenida por el Banco de España en PT. Aunque no nos ocuparemos de esta cuestión —que tiene importantes implicaciones en el proceso de financiación del déficit y en el de creación de base monetaria—, por considerar que excede de las pretensiones de este artículo, sí cabe resaltar que, a pesar de las fuertes intervenciones indicadas, la cartera de pagarés del Banco de España se ha situado desde 1984 en un importante nivel (ver gráfico 7).

Independientemente de la financiación otorgada por esta vía a las administraciones públicas —que, como pudo verse en el cuadro n.º 5, fue muy positiva en 1983, pero negativa en 1984 y prácticamente nula en 1985—, el mantenimiento por la autoridad monetaria de un elevado *stock* de PT posibilita una importante capacidad de intervención en los mercados.

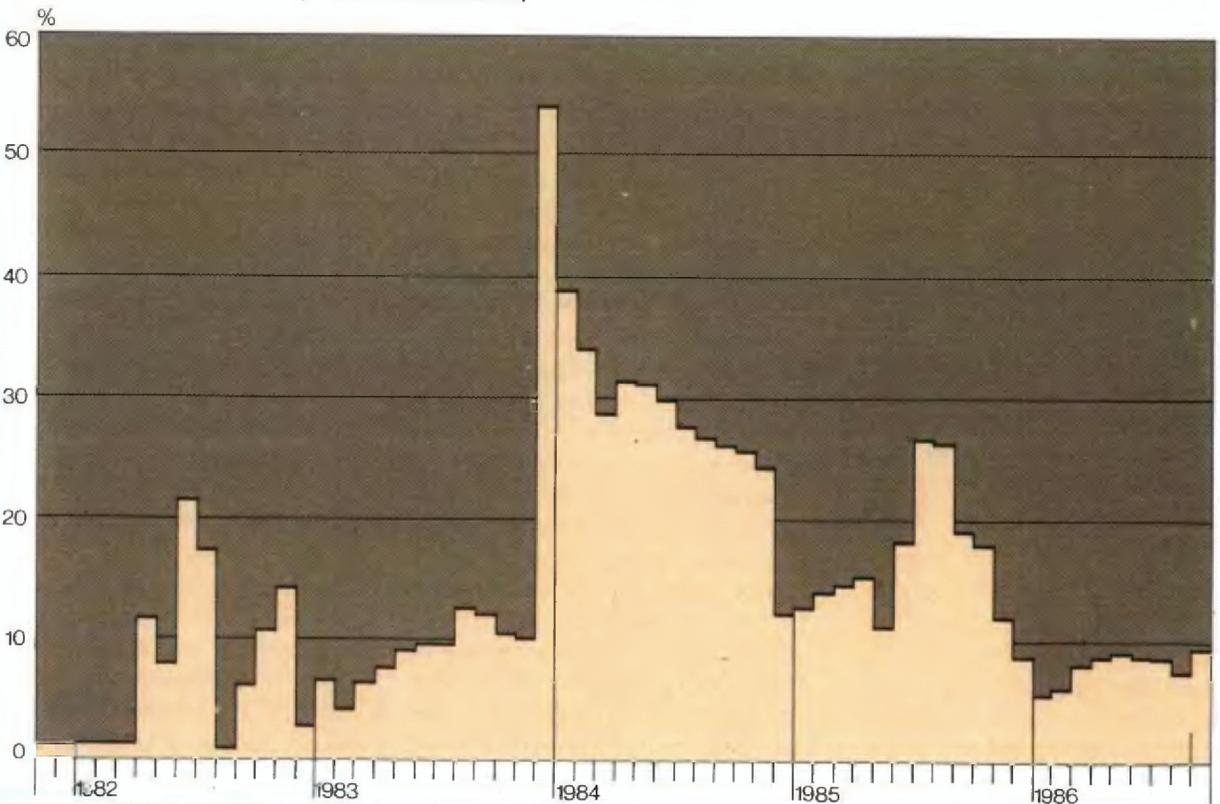
No entraremos aquí en las formas bajo las que el Banco de España ha venido adquiriendo sus PT, pero sí señalaremos que la compra directa al Tesoro, es decir, sin subasta, ha sido un recurso escasamente utilizado en los años 1985 y 1986. La formación de la importante cartera que muestra el gráfico 7, en los meses coincidentes con las fuertes cesiones temporales y previos a las importantes ventas a

GRAFICO 7

A. EVOLUCION DE LA CARTERA DE PAGARES DEL TESORO DEL BANCO DE ESPAÑA SIN AJUSTAR CON VENTAS TEMPORALES (Saldos a fin de mes)
(Billones nom.)



B. PORCENTAJE DE LA CARTERA DE PAGARES DEL TESORO DEL BANCO DE ESPAÑA SOBRE EL SALDO VIVO TOTAL (Saldos a fin de mes)



vencimiento de 1985, fue realizada, fundamentalmente, por la vía de abultadas suscripciones en las respectivas subastas de junio, julio y agosto. Sólo en septiembre la adquisición de PT se hizo por vía directa (5), en un contexto de fuertes ventas en firme y de desaparición del mercado primario. Ello es relevante en el sentido de que permite concluir que la cartera del Banco de España se ha venido constituyendo a precios de mercado, a excepción de lo adquirido en septiembre a una rentabilidad sustancialmente menor (6).

4. El coste de la intervención del Banco de España en el mercado de pagarés

La controvertida justificación de la intervención del Banco de España por el control monetario ha sido puesta de manifiesto en lo dicho. Los drenajes a mes y tres meses con PT se revelaron en su momento ineficaces en términos estrictamente monetarios (del agregado ALP) y las cuantiosas ventas a vencimiento están lejos de ser explicadas por el control monetario (su cesión simultánea al público fue evidente). Ello permite enfocar estas intervenciones como mecanismos de apoyo al Tesoro en la colocación de pagarés, lo que hace relevante el cálculo del coste de estas operaciones para el Banco de España.

Una óptica basada en el control monetario exigiría incluir en el coste de la intervención todas las partidas que permiten la regulación del mercado de dinero: préstamos de regulación monetaria, remuneración del coeficiente de caja y operaciones con

PT. Sin embargo, nuestro punto de vista diagnóstica la intervención del Banco de España como una intervención en el mercado de pagarés, por lo que tendremos en cuenta sólo las operaciones con PT y la rentabilidad de la cartera de la autoridad monetaria en estos títulos a la hora de aproximarnos al cálculo del coste de estas operaciones.

La inexistencia de datos publicados sobre tipos de interés de las ventas a vencimiento, que ya hemos señalado, y de información que permita asignar cada venta a una determinada referencia de la cartera del Banco de España, nos alejan del conocimiento del coste real. No obstante, es posible hacer hipótesis razonables sobre este último aspecto, y agregar la información existente respecto al primero señalado, no publicada, pero sí ofrecida de «viva voz» en el mercado por las autoridades monetarias, con el fin de realizar una aproximación, que debe ser examinada con las cautelas que su naturaleza de estimación exige.

En esta estimación no incluimos dos tipos de operaciones con pagarés que hasta ahora no hemos comentado, y de las que no se dispone de información alguna sobre sus tipos de interés. Se trata de las adquisiciones temporales y a vencimiento del Banco de España. Su volumen es generalmente pequeño en el caso de las primeras, y sólo alcanzó cifras importantes en las segundas como consecuencia de los canjes mediatizados por el Banco de España de PT con vencimiento en julio y agosto de 1986, por referencias a largo plazo, realizadas en marzo del mismo año como amortizaciones anticipadas (la regulación vigente permite sólo al Banco de Es-

paña la amortización anticipada de PT). En el cuadro n.º 7 pueden observarse los volúmenes anuales de estas operaciones.

La estimación del coste de la intervención del Banco de España en PT ha sido realizada, pues, con una serie de supuestos, que permiten, no obstante, observar la importancia, durante 1985, del coste de las operaciones realizadas en apoyo —y sustitución en el caso del período septiembre/diciembre—, de las funciones del Tesoro. Los resultados pueden consultarse en el cuadro número 8.

Los volúmenes de intereses pagados por el Banco de España por sus operaciones de venta de PT son descontados, sin tener en cuenta periodificación alguna y contabilizando los intereses a la emisión, de los intereses que la autoridad monetaria habría percibido de haberse mantenido su cartera inalterada y de no haber realizado ventas temporales. Una aproximación al volumen de intereses devengados por la cartera real del Banco de España es la diferencia entre su rendimiento «teórico» y los intereses pagados por ventas en firme (que causan baja definitiva en su cartera).

La conclusión que puede extraerse de los datos aportados aquí (que deben ser tomados en cuenta con la cautela propia de toda estimación) es clara: la autoridad monetaria ha desempeñado un doble papel de retrasar la incidencia de la caída de los tipos de interés sobre las entidades financieras, por una parte, y de «dirigir» el descenso de tipos de pagarés, posteriormente, por otra, incurriendo en un coste que, de no haber sido asumido en su cartera, habría tenido que ser financiado bien por el Tesoro, bien por el público.

CUADRO N.º 7
PAGARES DEL TESORO E INTERVENCION DEL BANCO DE ESPAÑA

	Emision bruta total	Suscripción bruta total del Banco de España	Intervenciones del Banco de España				Cartera del Banco de España sin ajustar, al cierre del año
			Cesiones temporales	Adquisiciones temporales	Ventas a vencimiento	Adquisiciones a vencimiento	
1981	30,0	0,3	—	—	—	—	0,3
1982	131,4	51,3	—	—	69,9	24,2	3,2
1983	1.319,2	780,3	—	—	224,9	163,5	707,2
1984	3.684,8	2.370,4	441,5	0,8	2.054,2	53,8	447,7
1985	4.708,0	1.811,4	5.856,4	60,8	1.382,2	14,6	447,6
1986	4.962,8	1.052,7(*)	453,9	2,7	781,5 (*)	269,6(*)	427,4

(*) Incluye operación de canje con adquisición del Banco de España y simultánea cesión a vencimiento de 288,8 m.M. previa adquisición, el mismo día, a vencimiento de 261,0 m. M.

5. El descenso de tipos de interés y la necesidad de valorar la «prima fiscal» del pagaré

Una vez mostrada la relevancia de analizar la intervención del Banco de España como una intervención en este mercado de pagarés del Tesoro, con un coste determinado, es interesante añadir a esta cuestión otra que profundiza en el mismo sentido de relativizar la caída de los tipos de interés de los pagarés. Se trata de la valoración por parte del Tesoro y por parte del público de la llamada «prima fiscal» que constituyen las características fiscales específicas del pagaré frente a otros activos financieros.

Si bien la cuestión del papel del Banco de España interesa desde el punto de vista de analizar la verdadera incidencia de la caída de los tipos sobre la demanda de pagarés, el tema de la prima fiscal es relevante desde la óptica de la determinación del coste que para el Tesoro supone la no declaración de los inte-

reses devengados por sus pagarés por parte del público interesado en la ocultación fiscal.

Esta cuestión es importante para la delimitación de la trayectoria de descenso que aún le queda por cubrir al pagaré y para poner de manifiesto la necesidad de cambios en la regulación de su coeficiente, en el sentido de su supresión, con el fin de evitar una segmentación en la de-

manda de pagarés —la demanda obligada de las entidades financieras, y la interesada por sus características fiscales— que impide el aprovechamiento por parte del Tesoro de la «prima fiscal» sin hacer recaer sobre las entidades financieras el coste de una financiación privilegiada.

No pretendemos aquí cuantificar en puntos porcentuales la

CUADRO N.º 8
APROXIMACION AL COSTE DE LA INTERVENCION DEL BANCO DE ESPAÑA EN VENTAS DE PAGARES DEL TESORO (1)
(m. M. nominales)

	1985	1986(*)
Intereses pagados por el Tesoro	722,6	513,8 (4)
Rendimiento de la cartera adquirida por el Banco de España (2)	268,2	118,1
(-) Intereses pagados por ventas temporales	50,8	2,4
(-) Intereses pagados por ventas en firme	152,7	31,8
Neto (3)	64,7	83,9

(1) Estimación propia. Valoraciones a la emisión sin periodificación.
 (2) Rendimiento si todas las adquisiciones efectuadas por el Banco de España hubieran permanecido en su cartera hasta su vencimiento.
 (3) El neto no incluye compras de pagarés del Tesoro realizadas por el Banco de España.
 (4) Incluye efecto negativo de las amortizaciones anticipadas de marzo.
 (*) Datos hasta noviembre.

prima fiscal, ni valorar su contrapartida en términos de coste de oportunidad para el Tesoro, tareas que se escapan del ámbito de este artículo y que, por lo demás, pueden ser calificadas de casi imposibles. Sin embargo, si nos parece posible establecer los factores que, en nuestra opinión, son relevantes a la hora de analizar estas cuestiones.

Es evidente que el mantenimiento de rentabilidades, en un activo financiero concreto, por debajo de las de otros activos financieros sólo es posible en el contexto de una demanda obligada por un coeficiente o bajo unas condiciones fiscales que aseguren una opacidad fiscal que otros activos no disfrutan. En otra situación el activo perdería su demanda, que se desplazaría a activos financieros que se adaptaran mejor a los deseos de los ahorradores.

El PT ha perdido en la segunda mitad del año 1986 una parte importante de su demanda (ver gráfico 6), lo que demuestra que su rentabilidad se aproxima ya al umbral mínimo a partir del cual, con las actuales expectativas de inflación y la estructura de tipos de interés contemporánea, no interesa como inversión a un número importante de ahorradores a los que antes sí interesaba. Ello implica que, desde la publicación de la Ley de activos financieros, ha transcurrido un período de tiempo en el que la prima fiscal del pagaré no ha sido aprovechada por el Tesoro, lo que significa que éste ha incurrido en un coste equivalente a lo no ingresado por la imposición sobre los intereses de los pagarés emitidos y adquiridos por una parte importante del público. La prolongación de esta situación depende de la valoración de la prima fiscal por parte de los ahorra-

dores interesados en la ocultación fiscal de sus saldos.

La existencia del coeficiente obligatorio de PT para banca, cajas y cooperativas de crédito impide, en nuestra opinión, el descenso de los tipos de interés del PT por debajo de los niveles marcados por otros activos financieros. Desde que comenzara el descenso de los saldos en poder del público, el Tesoro no ha vuelto a reducir significativamente sus rentabilidades. Ello ha estado relacionado también con el descenso de los PT de libre negociación de las carteras de las entidades financieras (el exceso sobre coeficiente), pero sobre todo con la inexistencia de otro pasivo del Estado con un mercado secundario suficientemente desarrollado que sustituyera al pagaré en aquellos segmentos de la demanda interesados más en la rentabilidad que en las condiciones fiscales privilegiadas.

III. CONCLUSIONES GENERALES

La evidencia muestra que el PT no desempeña actualmente el papel de instrumento de gestión de tesorería del mercado interbancario y, por tanto, que ya no constituye una segunda línea de liquidez importante. Esta situación tiene su origen en la promulgación de la Ley de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros, de mayo de 1985, que otorga al pagaré una situación privilegiada en relación al resto de los activos financieros, sobre los que recae la obligación de practicar retención y de informar sobre el suscriptor desde la entrada en vigor de dicha Ley.

Esta nueva característica provoca un sustancial descenso de

rentabilidades que transforma el mercado de pagarés: las carteras en poder del sistema bancario disminuyen hasta niveles próximos al mínimo obligado por el coeficiente de deuda del Estado y del Tesoro y, paralelamente, aumentan las tenencias del público en general. El negocio con PT deja de ser rentable para las instituciones financieras, que trasladan sus carteras al público obteniendo importantes diferenciales. El ajuste al coeficiente obligatorio en banca, cajas y cooperativas de crédito convierte al mercado secundario de pagarés en un mercado residual y separado del resto de los mercados monetarios, puesto que las fluctuaciones de sus tipos de interés ya sólo son indicativas del nivel excedente de estos títulos sobre el mínimo obligado: la volatilidad pasa a ser su nota fundamental.

El divorcio con el resto del mercado monetario afecta también a la cohesión entre todos los mercados financieros. La disminución brutal de la rentabilidad de los pagarés no tiene un efecto paralelo en la remuneración del depósito bancario. Desde octubre de 1985 la rentabilidad de los PT se sitúa sistemáticamente por debajo de la del depósito bancario. Este activo deja, pues, de ser competitivo —y, por tanto, nexo de unión— en el mercado financiero a la hora de captar el ahorro tradicional que no busca la ocultación fiscal.

Por otro lado, la intervención observada del Banco de España en el mercado de PT en los años 1985 y 1986 es difícilmente justificable desde el punto de vista del control monetario, ya que la utilización del pagaré como instrumento de drenaje de liquidez se hace ineficaz cuando el públi-

co sustenta una demanda fuerte de estos títulos, que posibilita el trasvase masivo de carteras del Banco de España a las instituciones financieras y de éstas al público. Esta situación, propia del año 1985, tiene una continuidad en 1986, año en que las ventas a vencimiento de la cartera del banco emisor cumplen un papel muy lejano al estricto control monetario, proporcionando una oferta diaria y casi continua de estos títulos que permite el cumplimiento del coeficiente de caja con un excedente mínimo.

Sin embargo, estas intervenciones sí pueden examinarse como el desempeño de una función subsidiaria del Tesoro: por una parte, retrasando la incidencia de la caída de los tipos de interés sobre las entidades financieras (ventas temporales en los meses centrales de 1985); y, por otra, «dirigiendo» el descenso de los tipos de interés de los pagarés y suministrando cantidades masivas de estos títulos al sistema bancario. Esta función provoca, por un lado, la asunción de un coste de intervención que de otro modo habría tenido que distribuir el mercado, y por otro, el ejercicio de un papel protagonista en el mercado de pagarés en los períodos en que no existe mercado primario.

La intervención del Banco de España tiene una incidencia fundamental en el descenso de las rentabilidades y, por ello, éste debe ser examinado teniendo en cuenta el coste en que incurre la autoridad monetaria. Este coste es difícil de cuantificar, al no existir información suficiente para llevar a cabo esta labor. Sí puede, no obstante, concluirse que la intervención afecta a un volumen muy importante de pagarés y que ha incurrido en pérdidas

claras en determinados períodos de tiempo.

Por último, desde el mismo punto de vista, que pretende discernir los factores que han facilitado —aunque con un determinado coste— el descenso de rentabilidades, debe considerarse la llamada «prima fiscal» del PT, a partir de mediados de 1985. Al no obligar a la práctica de una retención sobre los rendimientos de estos títulos, el Tesoro debe «contabilizar» una pérdida equivalente al coste de oportunidad que suponen las cantidades no ingresadas en Hacienda como consecuencia del fraude fiscal propiciado por la normativa reguladora de la fiscalidad de los PT. Al mismo tiempo, esta situación, que beneficia al público suscriptor que no declara estos rendimientos, perjudica a las entidades financieras obligadas a cubrir el coeficiente de deuda con estos títulos, ya que estas instituciones están lejos de poder ocultar sus ingresos por rendimiento de activos financieros de sus propias carteras.

En el contexto descrito, la creación de un nuevo instrumento de gestión de Tesorería, que sustituya al PT en el papel de protagonista de la segunda línea de liquidez, es imprescindible, con el fin de fortalecer el mercado monetario y su vínculo con los mercados financieros a los que tiene acceso el público. Es razonable pensar que el sustituto adecuado haya de ser la deuda del Estado a medio y largo plazo, siempre que sea dotada de un sistema de anotaciones en cuenta que posibilite un mercado secundario de una profundidad y liquidez amplias. En este sentido, sería deseable la utilización de esta misma deuda como instrumento de intervención del

Banco de España en el mercado, con la implantación de un auténtico sistema de compras y ventas de *open market*, facilitadas por el sistema de anotaciones en cuenta.

La financiación del déficit público podría estar, así, sujeta a una gama diversificada de deudas a corto, medio y largo plazo, con alta liquidez y profundo mercado secundario, ligado, en última instancia, a la demanda del público. La liberalización del sistema de coeficientes permitiría ligar el mercado de pagarés sólo al *stock* de dinero oculto actualmente a efectos fiscales, y al que la economía sumergida fuera generando. Ello posibilitaría, sin hacer recaer pérdidas sobre un segmento del mercado, una caída adicional de las rentabilidades de los pagarés, que compensara la «prima fiscal» de que todavía hoy goza este activo financiero. El fuerte descenso del saldo vivo actual de pagarés que seguiría sería absorbido por la deuda pública alternativa, con rentabilidades competitivas.

Del análisis realizado, en nuestra opinión, se desprende también la necesidad de coordinación entre el Banco de España y el Tesoro de cara a que no recaigan sobre la autoridad monetaria costes derivados de la financiación pública y del sistema utilizado por ésta, ya que su intervención puede producir efectos distorsionantes en la estructura de tipos de un mismo activo, al alejar la determinación de precios, en muchos casos, del mercado. Así, parece razonable defender el establecimiento de un flujo constante de emisión de deuda pública (que sustituya a las actuales ventas a vencimiento de pagarés), con subastas de cadencia programada previamente y anunciada con suficien-

te antelación, de forma que se reduzca la incertidumbre sobre los deseos de financiación de las administraciones públicas.

Las tendencias observadas en el público a la adquisición de deuda a medio y largo plazo durante la segunda mitad de 1986 permiten prever un desplazamiento más general en los años siguientes de las carteras del público en PT y en otros activos, bancarios o no, hacia la deuda a medio y largo plazo, paralelo al descenso de las expectativas de inflación y de tipos de interés en los próximos años. Una evolución en este sentido permitiría valorar el papel jugado por el PT como muy relevante de cara a la formación de un potente mercado de deuda pública en España, mercado inexistente antes del desarrollo de este activo y que las fuertes necesidades de financiación del sector público hacen imprescindible.

NOTAS

(1) El detalle de estas etapas se encuentra en el *Boletín Económico del Banco de España*, septiembre 1986.

(2) La CBE 13, de 10-04-84 es la que señala que en el mercado secundario de «anotaciones en cuenta», canalizado a través del Servicio Telefónico, podrán formalizarse tanto las ventas hasta la amortización como las ventas con compromiso de recompra a una fecha dada.

(3) El coeficiente de PT, regulado por la CBE 23/84 de 22 de junio, ha de cumplirse día a día sobre los mismos pasivos computables del coeficiente de caja. El denominador (los pasivos computables) se mantiene fijo durante diez días, de forma que entre el día 10 y el 19 los pagarés en cartera deben representar el porcentaje fijado sobre los pa-

sivos computables del último día del mes anterior; entre el día 20 y el penúltimo del mes, sobre los pasivos del día 10; y entre el último día del mes y el 10 del mes siguiente, sobre los del día 20.

(4) Este proceso es descrito en *Informe Anual del Banco de España 1985*, Madrid, 1986, págs. 116-126.

(5) La adquisición directa por parte del Banco de España se hace posible por primera vez en el Real Decreto 2.313/1984 de 30 de diciembre.

(6) En septiembre, el Banco de España adquirió 100 m.M. el día 6 al 11,036 por 100, tipos de mercado, pero suscribió otros 100 m.M. el día 25 al 1 por 100, incurriendo claramente en una pérdida (datos extraídos del «Panorama Financiero», de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, publicado por el *Boletín Semanal de ICE*, n.º 2.030, de abril de 1986).