



JOSÉ MANUEL FARFÁN PÉREZ

Tesorero General Diputación de Sevilla y OPAEF

EXCEDENTES DE TESORERÍA EN LAS ENTIDADES LOCALES

Resumen

La inversión en excedentes de tesorería es una herramienta de optimización de esta, donde debe existir un procedimiento de concertación, una tipología de operaciones, y tienen carácter extrapresupuestario.

Palabras Clave: AIReF; TLRO; BCE; TIR; Euribor; €STER; repo; RATING; CDS; CSBB; ETTI.

Abstract

The investment in cash surpluses is a tool for optimisation, where there must be an agreement procedure, a typology of operations, and they are extra-budgetary in nature.

Keywords: AIReF; TLRO; BCE; TIR; Euribor; €STER; repo; RATING; CDS; CSBB; ETTI.

1. INTRODUCCIÓN Y CONCEPTUACIÓN

El principio de estabilidad presupuestaria, la regla de gasto y el modelo de financiación local con preponderancia de impuestos sobre productos, unido a las restricciones de gastos fundamentalmente en materia de personal, ha supuesto un exceso de liquidez en las Entidades Locales estos últimos años, de forma que los últimos datos disponibles de 2021, las existencias de tesorería del sector local consolidado según datos del Banco de España ascienden a 33.812 millones de euros; más de un tercio de los ingresos no financieros anuales están depositado en las entidades financieras.

Globalmente, las Entidades Locales han obtenido superávit desde 2012, el último ejercicio liquidado de 2021 arroja la cifra del 0,29 del IPB (producto interior bruto). La AIReF (Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal) mantiene su previsión de cierre de 2022 en un superávit del 0,2% del PIB para el subsector de las administraciones locales.

Las Entidades Locales al no poder disponer libremente de su remanente de tesorería para gastos generales (más de 17000 Millones en 2021), y estar sometida a la regla de gasto, han generado en estos últimos años excesiva liquidez en sus Tesorerías, lo que en el fondo supone una gran perturbación financiera, y como tal se deberían haber adoptado, adoptando medidas para su corrección. Medidas que hasta el momento no se han realizado y el marco legal no ha permitido.

Desde mediados de 2019 se agravó la problemática por los efectos de los denominados “tipos de interés negativos”, donde las Entidades Financieras establecían en términos generales un coste financiero por el mantenimiento de los depósitos tanto a la vista como a plazo que se repercutía en una banda del 0,3 al 0,5% del saldo de estos depósitos.

En la actualidad, partir del segundo trimestre de 2022, la generalidad de las Entidades Financieras, a dejado de repercutir estos costes, no obstante, la subida del tipo oficial de referencia del BCE aún no se ha trasladado al mercado con generalidad, consecuencia de que estas aún tiene colchones de liquidez que pueden desaparecer a final del segundo trimestre cuando se finalice el proceso de amortización de las TLTRO (Targeted Long-Term Refinancing Operations). Mediante las TLTRO, el BCE ofrece préstamos a plazos más largo a coste favorable a los bancos y fomenta la concesión de préstamos a las empresas y a los consumidores en la zona del euro. Esto mantiene los costes de financiación en niveles bajos y apoya el gasto y la inversión. En la actualidad, los TLTRO de tener coste cero empiezan a estar retribuidos,

ha subido el coste de esa liquidez, lo que ha animado a los bancos a devolver de manera anticipada ese dinero. La subida de tipo de interés, los mercados de futuro descuentan subidas de tipos, lo que en la actualidad se traduce en que las Entidades Financieras comienzan a remunerar con generalidad las cuentas a la vista.

El exceso de liquidez, obtenido a través del presupuesto financiero, aplicando el margen de seguridad apropiado, según mi opinión, debe ser rentabilizado cumpliendo el principio de eficiencia en la gestión de los recursos públicos, aunque el marco legal solo autorice, pero no exija. La rentabilización de excedentes es un objetivo esencial de la Gestión Financiera (gestión activa de la tesorería).

En este sentido el Artículo 199 Gestión de la Tesorería, del TRLRHL (Real Decreto Legislativo 2/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Reguladora de las Haciendas Locales) establece en su apartado 2:

"2. Igualmente, las entidades locales podrán rentabilizar sus excedentes temporales de tesorería mediante inversiones que reúnan las condiciones de liquidez y seguridad".

El excedente de tesorería obedece a la existencia de exceso disponible en cada momento, que es lo que se debe rentabilizar cualquiera que sea su importe, considerando que implica un coste financiero su no rentabilización del que se debe recuperar la mayor parte posible (coste de oportunidad).

En resumen:

- a) Los excedentes de Tesorería son activos financieros, y por tanto existe siempre una contrapartida de pasivo financiero, que en este caso la emiten las Entidades Financieras.
- b) Los excedentes de Tesorería en la actualidad no son sólo temporales, sino que en la mayoría de los casos tienen carácter estructural.
- c) Tendríamos que rentabilizar y optimizar los excedentes de tesorería, pero de acuerdo con los principios de liquidez y seguridad que analizaremos posteriormente.

En definitiva, la función de tesorería comprende el conjunto de actividades conducentes a la realización de cobros y pagos, y al mantenimiento de la liquidez, incluye también la rentabilización al máximo de los excedentes de Tesorería y la minimización de los costes de las partidas de pasivo a corto plazo (objetivos de gestión financiera). Los objetivos de la Tesorería deben ser en todo momento la consecución del equilibrio financiero de la ELL y la optimización de recursos financieros, ambos

supeditados a los riesgos financieros que establezca cada entidad, por todo ello todas las funciones deben ir encaminadas a la consecución de estos objetivos.

2. INSTRUMENTACIÓN Y NATURALEZA JURÍDICA

2.1. EXPEDIENTE DE CONCERTACIÓN

¿Cómo debemos realizar las inversiones de excedentes? En principio es necesario delimitar:

- a) Mediante la planificación financiera debemos diferenciar el saldo disponible temporal y estructural. Tendrán distintas actuaciones. El temporal puede ser retribuido por los saldos de las propias cuentas, ya que las Entidades Financieras comienzan a retribuir dichos saldos en cuenta vista. El resto podemos utilizar instrumentos a más largo plazo.
- b) Invertir de acuerdo con el diseño de política financiera de la Entidad Local, por ejemplo, delimitar número de emisores, o que estos sean prestamistas nuestros, son criterios además de diversificación de riesgos.
- c) Diseñar por la Tesorería el modelo de inversión como elemento de la dirección financiera y la dirección de los servicios de gestión financiera como desarrollo de la función de organización y custodia de fondos. En este sentido su inclusión en las Bases de ejecución del presupuesto o cualquier otro instrumento normativo facilita la instrumentación.
- d) Dichas inversiones entendemos que están excluidas de la Ley de Contratos Públicos. Las condiciones financieras tienen carácter temporal y gozan de mucha volatilidad, difícilmente pueden ser mantenidas en el tiempo. El tiempo que transcurriría hasta su concierto supondría una merma de recursos públicos importante. Además, si se opta por comprar letras del Tesorero u operaciones de "REPO" no es factible utilizar la LCSP (Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público) porque sólo existe un emisor, de la misma forma es importante diversificar instrumentos, cuantías y entidades financieras para minimizar riesgos, algo que contradice el espíritu de la LCSP. En este sentido la LCSP en su artículo 10 establece:

"Artículo 10. Negocios y contratos excluidos en el ámbito financiero.

*Están excluidos del ámbito de la presente Ley los contratos relativos a servicios financieros relacionados con la **emisión, compra, venta** o transferencia de valores o **de otros instrumentos financieros** en el sentido de la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de*

instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEEy93/6/CEE, del Consejo y la Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE, del Consejo. Asimismo, quedan excluidos los servicios prestados por el Banco de España y las operaciones realizadas con la Facilidad Europea de Estabilización Financiera y el Mecanismo Europeo de Estabilidad y los contratos de préstamo y operaciones de tesorería, estén o no relacionados con la emisión, venta, compra o transferencia de valores o de otros instrumentos financieros”.

Los excedentes son activos financieros, concertados normalmente con Entidades Financieras, emitidos, comprados o transferidos a las Entidades Financieras, reforzado conceptualmente por los posibles instrumentos financieros en el sentido de la Directiva 2004/39/CE, donde todos quedan excluidos de la aplicación de dicha Ley. La Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID por sus siglas en inglés), publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea en fecha 30 abril de 2004, fue transpuesta a nuestro ordenamiento jurídico por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en ella se establecen las tipologías de instrumentos financieros. En definitiva, las inversiones en excedentes serían activos emitidos que podrían englobarse en otros instrumentos financieros, excluidos de la aplicación de la LCSP al igual que su contrapartida los pasivos financieros (operaciones de endeudamiento).

No obstante, delimitando los emisores y a tenor del diseño de política financiera, es conveniente establecer un sistema de adjudicación que tenga en cuenta los principios de concurrencia, igualdad, publicidad, y no discriminación.

Este mismo criterio de concurrencia y no sujeción a la LCSP establece el Estado en la Orden ECE/417/2019, de 3 de abril, por la que se autoriza a la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional a realizar operaciones activas y pasivas de gestión de la tesorería del Estado, y se regulan los procedimientos para su concertación. Desarrolla el artículo 108.2 de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria, prevé la posibilidad de realizar operaciones activas y pasivas de gestión de la tesorería con el objeto de facilitar la gestión tesorera.

Analizando el texto, y en especial su sección 2 tenemos:

“Sección 2. Procedimientos para la concertación de operaciones activas de gestión de la tesorería.

Artículo 11. Tipos de procedimientos para la concertación de operaciones activas de gestión de la tesorería.

1. Las operaciones activas de gestión de la tesorería del Estado se realizarán de acuerdo con los siguientes procedimientos:

I. Procedimiento de subasta.

II. Procedimiento negociado.

2. El procedimiento de subasta será convocado por la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional por medio de resolución que será publicada en el «Boletín Oficial del Estado».

3. El procedimiento negociado será utilizado cuando resulte necesario para colocar a muy corto plazo un excedente de tesorería y por ello no sea posible convocar una subasta, o cuando la subasta haya quedado desierta o parcialmente cubierta. Sus características se desarrollarán mediante resolución de la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional, que se publicará en el «Boletín Oficial del Estado», en la que se determinarán, en particular, los requisitos que deberán cumplir las entidades a fin de poder participar en los procedimientos negociados, ser consultadas y resultar adjudicatarias de las operaciones.

El procedimiento negociado será convocado por la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional mediante una resolución. La concertación de las operaciones activas de gestión de la tesorería se realizará tras efectuar consultas, directamente a través del Banco de España, con un mínimo de tres entidades".

Estableciendo la subasta como mecanismo general.

e) Alternativas y características del expediente de concertación.

Dos posibles alternativas:

- 1) Establecer en bases de ejecución y facultar a la Tesorería, con comunicación a presidencia del inicio del expediente en su caso.
- 2) Posibilidad de emitir resolución de presidencia con informe de la Tesorería donde se detallen importes y condiciones.

En ambas alternativas cobra vital importancia el documento de solicitud de ofertas, o procedimiento que va a seguirse (si es electrónico o no, donde se presentan ofertas, publicación, plazos etc....), dejando de forma nítida y detallada las características de la operación, tipologías y las formas de adjudicación.

- 3) El órgano competente para su aprobación es el Presidente por el carácter residual de sus competencias no establecidas previamente (competencia residual dictaminada por el artículo 21.1. de la LBRRL), se debe recoger en su caso en

bases de ejecución. Se somete a Fiscalización plena o limitada según establezca la Entidad Local. Importante el informe propuesta de adjudicación del tesorero, que versara sobre el cumplimiento de los criterios de rentabilidad, riesgo y liquidez.

4) El contrato deberá ser firmado por los tres claveros.

2.2. NATURALEZA

Dichas operaciones deben tener carácter extrapresupuestario:

- a) Los fondos líquidos forman parte del RTGG.
- b) Los fondos líquidos no son recursos para financiar gasto local.
- c) La utilización del RTGG o la inclusión de estas operaciones en el presupuesto, detraerían recursos que financian el gasto público local.
- d) El presupuesto de gastos delimita la asignación de recursos en los servicios públicos locales, donde la adquisición de activos financieros no formaría parte de dichos gastos.

En principio para periodos anuales o inferior al año parece que coinciden los criterios de la normativa estatal del Tesoro con los criterios del Ministerio de Hacienda, cosa que no ocurre en el supuesto de operaciones con vencimiento superior al año, donde la Subdirección General de Estudios Financieros de Entidades Locales (Secretaría General de Financiación Autonómica y Local), respecto a las imposiciones a plazo superior al año opina, como se detalla en el párrafo siguiente, que estas inversiones deben ser presupuestarias:

“En conclusión, consideramos que en el supuesto de imposiciones a plazo fijo por plazo superior al año no estaríamos ante una situación coyuntural, y supondría la inmovilización de dichos excedentes, que no podrían utilizarse por la entidad local para pagar sus obligaciones y sólo recuperan la plena disponibilidad una vez cancelada la operación. Se trataría, por tanto, no de operaciones de descentralización de la tesorería como en el caso de las cuentas financieras, sino de operaciones de adquisición y enajenación de activos financieros, y como tales deben aplicarse al Capítulo VIII de los estados de gastos e ingresos, respectivamente”.

No obstante con la volatilidad actual no se aconsejan operaciones superiores al año.

2.3. OTRAS CARACTERÍSTICAS DE ESTOS ACTIVOS

Características generales:

1. Dado que una parte de los fondos líquidos pueden ser estables, el periodo temporal de estos activos financieros podría ser superior al año.
2. Al ser cuenta financiera debe ser contabilizadas en la cuenta 577 (Activos líquidos equivalentes al efectivo). Las cuentas de las Entidades locales son contratos bancarios que regulan las distintas operaciones que realizan las entidades de crédito en el desarrollo de su actividad como intermediarios financieros. Los contratos bancarios son siempre de naturaleza mercantil, tanto porque mediante ellos se formalizan y llevan a cabo actos de comercio y figuran entre los mencionados expresamente en el artículo 175 del Código de Comercio, como por el hecho de que "todos ellos son contratos de empresa, es decir negocios jurídicos de los que se sirve la empresa bancaria para explotar con terceros su actividad económica. (BROSETA)". Estamos por tanto ante negocios y contratos excluidos de la LCSP.

La consideración de dichas cuentas como parte integrante de la Tesorería de la Entidad local determina que la colocación de excedentes de tesorería a través de estas deba calificarse de operación no presupuestaria, en la medida que supone un traspaso de fondos de la cuenta operativa a la cuenta financiera (es decir, un simple movimiento interno de tesorería).

En este sentido se regula en el Estado en el artículo 108.2 LGP (Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria). Cuentas del Tesoro Público y operaciones de gestión tesorerera.

"2. Con objeto de facilitar la gestión de tesorería, la persona titular del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital podrá autorizar a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera a realizar operaciones a corto plazo de adquisición temporal de activos, préstamo, depósito a plazo y colocación de fondos en cuentas tesorereras.

En la autorización de las operaciones se concretarán las condiciones en que podrán efectuarse las mismas, que respetarán los principios de solvencia, publicidad, concurrencia y transparencia, adecuados a la operación de que se trate en cada caso.

Las operaciones a que se refieren los párrafos anteriores tendrán carácter no presupuestario, salvo los rendimientos o gastos que deriven de las mismas que se aplicarán al presupuesto del Estado. Las operaciones de adquisición

temporal de activos podrán tener por objeto los mismos valores que el Banco de España admita en sus operaciones de política monetaria”.

Normativa aplicable supletoriamente a la Tesorería local a tenor del artículo 194 Definición y régimen jurídico, del TRLRHL:

“3. La tesorería de las entidades locales se regirá por lo dispuesto en el presente capítulo y, en cuanto les sean de aplicación, por las normas del capítulo tercero del título cuarto de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria”.

3. TIPOLOGÍAS

Formas de invertir en estos activos financieros:

- a) Remuneración de cuentas de la Entidad Local. De acuerdo con el diseño de política financiera se obtendrá una rentabilidad adicional a las cuentas que detente la Entidad Local. En estos momentos empiezan de nuevo remunerarse dichas cuentas. En la gestión de Tesorería un componente importante es la gestión de operaciones activas: la gestión del disponible y la rentabilización de excedentes. Se deben detallar las condiciones de las cuentas para saldos disponibles, remuneración y si las hubiese indicación de comisión sobre el saldo, tipo y franquicia que podrían definirse directamente. Estas cuentas de distintas tipologías con el carácter de a vista, empiezan a ser remuneradas aplicando normativa de prudencia financiera, referenciadas a Euribor o €STER (Euro Short-Term Rate)¹.

También se empieza a utilizar el tipo de facilidad de depósito (DFR).²

Todas estas referencias comienzan a ser utilizadas para depósitos e IPF.

- b) Cuentas Tesoreras. Fueron un buen instrumento en épocas pretéritas, con saldos estables y disposición inmediata o preaviso de pocos días. En la actualidad no están reguladas, pero esperamos que en breve vuelvan al mercado financiero. Estaban referenciadas a Euribor y eran importantes para realizar inversiones, que reuniesen las condiciones de liquidez y seguridad. El Euribor en la actualidad en todos los horizontes temporales se fijan valores superiores al 3 %.

¹ Tipo de interés a plazo muy corto que refleja el coste de financiación para los bancos de la zona del euro de tomar fondos en el mercado mayorista en operaciones de depósito a muy corto plazo (overnight) en condiciones de mercado. Reemplaza al índice EONIA que ya no se calcula y que solo incluía financiación interbancaria. Se publica cada día hábil como media ponderada por volumen de las operaciones de depósito a un día a tipo de interés fijo sin garantías.

² Tipo al que el BCE permite que los bancos centrales nacionales remuneren los depósitos a un día de las entidades financieras. Se revisa en las reuniones del Consejo de Gobiernos del Banco Central Europeo y suele situarse 50 p.b (puntos básicos) por debajo del tipo de referencia del BCE.

Están previstas en el TRLRHL: Artículo 197 Caja y cuentas bancarias.

1. *Las entidades locales podrán concertar los servicios financieros de su tesorería con entidades de crédito y ahorro, mediante la apertura de los siguientes tipos de cuentas:*

- a) *Cuentas operativas de ingresos y pagos.*
- b) *Cuentas restringidas de recaudación.*
- c) *Cuentas restringidas de pagos.*
- d) *Cuentas financieras de colocación de excedentes de tesorería.*

c) Compra directa de instrumentos emitidos por el Tesorero Español (preferiblemente por motivos de gestión de riesgo), por ejemplo: letras del tesoro y bonos. Su riesgo es el propio al del reino de España. Su gestión es mediante sistema de anotaciones en cuenta con una comisión de depósito a establecer por la Entidad Financiera en su caso o por compra directa en el Tesoro. La rentabilidad está establecida y prefijada para el plazo de vigencia por el sistema del tirón o descuento en la compra. Las letras del tesoro son títulos de deuda pública que los Estados emiten para conseguir fondos a corto plazo. Salen al mercado mediante subasta, y ya comentábamos que se emiten al descuento. El valor nominal de cada letra del tesoro es de 1.000 euros, y, en el momento de la compra, ya se conoce qué rentabilidad se va a obtener. Por ejemplo, pongamos que una letra se emite con una rentabilidad del 1,2%: esto quiere decir que se estaría adquiriendo por 988 euros, y que, en el momento de la venta, se conseguirán 12 euros brutos de beneficios. Las letras del Tesoro las hay a tres, seis, nueve, y 12 meses, y los bonos del Estado son títulos de deuda a medio plazo, es decir, para períodos de entre tres y cinco años. A diferencia de las letras, su rentabilidad (que también se conoce de antemano) se obtiene por el cobro del cupón, que es el nombre que reciben los intereses que generan anualmente estos productos, además, si quieres invertir en deuda pública a largo plazo, a través de las obligaciones del Estado, estos títulos de deuda funcionan igual que los bonos, pero sus plazos son superiores, para períodos de 10, 15 o 30 años. El problema de las letras, bonos y obligaciones del Estado surge si se quiere cancelar antes de su vencimiento, tendríamos que acudir al mercado secundario, y en ese momento puede que el valor del activo sea inferior al precio de adquisición. Existe una relación inversa entre el precio de un bono y los tipos de interés de mercado, lo que significa que cuando aumenta el nivel de los tipos de interés, el precio de los bonos disminuye, y viceversa. Por ello no tiene encaje en el marco legal la concertación de fondos de inversión de renta fija, su valor cotiza diariamente y va en función de la ETTI.³ La curva de tipos de interés normalmente tiene una

³ La estructura temporal de tipos de interés es una representación gráfica sobre la rentabilidad asociada en cada momento del tiempo expresada en tipo de interés.

pendiente positiva, y eso explica porque a mayor plazo existe una mayor incertidumbre ya que se desconoce si ese inversor va a poder recuperar su dinero. De modo que ese mayor riesgo/incertidumbre se verá compensado por un mayor tipo de interés del activo en cuestión. Las letras del Tesoro pueden adquirirse en mercado primario a través de diferentes vías, siendo a través de Entidades Financieras la más frecuentes, sin embargo, es en el Banco de España y a través de la web del propio Tesoro Público donde las comisiones son menores.

Se observan Corporaciones Locales que acuden al mercado de renta fija, cuya valoración se realiza según la TIR⁴. Un aumento dado de esta TIR, supone un decremento del precio del activo financiero y viceversa de la deuda de referencia, o si es a través de fondos, con su valoración diaria de mercado (mark to market). En estos casos se puede producir algún quebranto económico si tenemos que deshacer nuestra posición, consecuencia de los movimientos adversos de los mercados durante el período de inversión. Existen otras posibilidades de inversiones, que se puedan movilizar a través de fondos de inversión, pero si no están garantizados, no cumplirán el principio de «seguridad». Es el supuesto de los Fondos de Inversión de Renta Fija no garantizados, que no tienen encaje en el marco legal actual.

- d) Productos Financieros estructurados. Se negocian en base a un subyacente, deben ser exentos de riesgo o asegurados. El posible inconveniente es que el número de ventanas de liquidez pueden ser exiguas y en caso de necesitar dichos fondos el coste está establecido en base a mercado (Euribor 6 meses normalmente) y puede ser superior a la rentabilidad que obtendría del activo si se cancela al vencimiento. Su vencimiento normalmente es superior a 6 meses.
- e) Los depósitos estructurados son una variedad de depósito bancario cuya rentabilidad está ligada a uno o varios activos subyacentes y, por tanto, es variable. A pesar de que la inversión inicial está garantizada, su rentabilidad final depende de distintos índices, por lo que es variable y no está asegurada, por tanto, no encajan al igual que la renta variable o la inversión en monedas distintas al euro, por los riesgos de rentabilidad y tipo de cambio, en el marco legal de las tesorerías locales.
- f) Repos (adquisiciones temporales de valores) simultáneos de deuda pública, que se puedan hacer líquidos en cualquier momento, con condiciones previas de recompra pactadas con la Entidad Financiera, por el sistema del descuento o tirón. Al tener esta naturaleza de totalmente líquido, y valorarse según precio de adquisición.

⁴ Equivale a la Tasa Interna de Rendimiento de una inversión.

El "repo" es un contrato entre dos partes, en la que el vendedor cede temporalmente la propiedad de unos títulos de su cartera al comprador, comprometiéndose en el mismo acto a recomprar dichos títulos cedidos en una fecha futura predeterminada, y a un precio prefijado superior al precio de venta, siendo la diferencia de precios la rentabilidad de la operación. Es una operación activa, que no implica movilidad física de los títulos cedidos, y que se materializa mediante apunte en cuenta de deuda pública del vendedor, anotada por el Banco de España, haciendo constar el traspaso temporal pactado. En definitiva, son compras de valores por un periodo de tiempo determinado (unos días, o semanas, etc...), donde la Entidad Local adquiere valores del Tesorero, a un determinado precio, a una Entidad Financiera, quien se compromete a recomprárselos pasado un plazo de tiempo (generalmente inferior al año), a un precio fijado de antemano, el rendimiento de la inversión será, pues, la diferencia entre el precio de venta y de compra del valor. Como ambos precios se acuerdan al iniciarse la operación, el comprador conoce a ciencia cierta la rentabilidad que le generará la inversión. Se pueden realizar estas operaciones sobre títulos emitidos bajo la modalidad de anotados (ejemplo: letras del tesoro, deuda pública del estado a largo plazo, o deuda anotada emitida por comunidades autónomas). La operación de repo bajo la modalidad de simultánea da mayor flexibilidad y liquidez, porque nos permite deshacer la posición de la fecha prefijada, siendo útil a la entidad, en el supuesto de imprevistos y necesidad de disponer de dichos fondos, sin coste de penalización.

En este sentido es relevante lo contenido en la Orden ECE/417/2019, de 3 de abril, por la que se autoriza a la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional a realizar operaciones activas y pasivas de gestión de la tesorería del Estado, y se regulan los procedimientos para su concertación.

"Artículo 8. Operaciones de adquisición temporal de activos.

- 1. Se podrán realizar operaciones de adquisición temporal de activos bajo la modalidad de operaciones de compraventa dobles, también denominadas simultáneas, o de operaciones con pacto de recompra.*
- 2. Cuando se actúe en colaboración con el Banco de España, las operaciones de compraventa dobles o con pacto de recompra podrán realizarse sobre los valores que el Banco de España admita en sus operaciones de política monetaria, aplicándoles la misma valoración que la practicada por aquel en sus operaciones a un plazo equivalente.*
- 3. Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 20, la resolución de la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional por la que se convoquen las operaciones de compraventa dobles o con pacto de recompra deberán contener,*

al menos, los siguientes extremos: a) Los valores que podrán ser objeto de las operaciones. b) El plazo al que se realizarán las operaciones.

4. *Las operaciones de adquisición temporal de activos se formalizarán con las entidades financieras que hayan resultado adjudicatarias, por escrito o de forma jurídicamente equivalente, a través de alguno de los procedimientos previstos en el artículo 11.*
5. *Las entidades de contrapartida central, u otras entidades habilitadas para tales fines, podrán prestar a la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional los servicios de gestión de las garantías que se acuerden al concertar las operaciones previstas en este artículo".*

g) Un depósito a plazo fijo, también conocido como Imposición a Plazo Fijo o IPF, es un producto financiero mediante el cual la Entidad Local deposita una cantidad de dinero en una entidad financiera durante un plazo de tiempo determinado a cambio de una remuneración a un tipo de interés previamente fijado. El abono de intereses puede realizarse tras terminar el plazo de forma íntegra o de forma periódica durante el plazo que dure el depósito. También existen las cuentas de depósitos con características especiales que es necesario valorar previamente.

Las imposiciones a plazo fijo tienen un importe mínimo y se pueden realizar normalmente por periodos de hasta 12 meses, indicando el tipo de interés, así como la posible limitación en importes inferiores o superiores y la posibilidad de contratar otros periodos de tiempo, inferiores o superiores.

También hay que tener en cuenta la liquidez, saber si existe penalización en caso de querer disponer del dinero antes del fin del plazo fijado.

¿Cuáles son los beneficios de un depósito a plazo fijo?

- Rentabilidad sin volatilidad: se conoce de antemano qué rentabilidad vamos a obtener por nuestro dinero.
- Riesgo del activo mínimo y sólo es determinante el riesgo del emisor. Inversión garantizada: la rentabilidad y el capital invertido está asegurado y cuenta con el respaldo del Fondo de Garantía de Depósitos hasta los 100.000 euros en caso de impago por parte de la entidad financiera.
- Contratación rápida: la contratación de un depósito a plazo fijo supone un proceso muy sencillo y rápido de formalizar.
- Mayor rentabilidad en función del plazo de vencimiento: cuanto mayor sea el plazo de vencimiento, mayor será la rentabilidad que se obtendrá.

¿Cuáles son las desventajas de un depósito a plazo fijo?

- **Cancelación anticipada:** Tal y como hemos comentado anteriormente, Aunque en algunos depósitos a plazo fijo no se cobran comisiones por cancelación anticipada, la mayoría de los bancos cobran comisiones por retirada anticipada del dinero depositado. Esta está en función del momento que se cancela respecto a su vencimiento. Es necesario analizar si existen ventanas de liquidez y su coste. Una buena noticia es que las Entidades Financieras empiezan a ofertar IPF sin coste de cancelación.
- **Capital inmovilizado:** En aquellos casos en los que la entidad no permita la retirada anticipada, el cliente no podrá disponer del capital hasta la finalización plazo acordado.

La apertura del depósito a plazo se realiza con la formalización del contrato, del que la entidad nos deberá entregar una copia. El contrato debe de contener como mínimo: el tipo de interés nominal; la TAE; la periodicidad y fechas del devengo y liquidación de intereses; la fórmula o métodos de liquidación utilizados; las comisiones y gastos; la duración del depósito y, en su caso, las condiciones para su prórroga; los derechos y obligaciones que correspondan a la entidad de crédito para la modificación del tipo de interés; los derechos y obligaciones del cliente en cuanto a la cancelación del depósito, y su coste. El carácter prorrogable o no de la imposición. En consecuencia, transcurrido el plazo de imposición, se transferirán estos fondos a la cuenta que determine la entidad.

En este sentido es relevante lo contenido en la Orden ECE/417/2019, de 3 de abril, por la que se autoriza a la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional a realizar operaciones activas y pasivas de gestión de la tesorería del Estado, y se regulan los procedimientos para su concertación.

“Artículo 10. Operaciones activas de depósito a plazo y de colocación de saldos en cuentas tesoreras remuneradas.

- 1. Se podrán realizar operaciones activas de depósito a plazo y de colocación de saldos en cuentas tesoreras remuneradas en entidades distintas del Banco de España.*
- 2. Los depósitos a plazo se realizarán por un importe fijo y podrán ser, entre otras modalidades, a plazo fijo o disponibles con preaviso.*
- 3. Las operaciones de colocación de saldos en cuentas tesoreras remuneradas consistirán en la colocación diaria de saldos en una cuenta corriente abierta al efecto en la correspondiente entidad adjudicataria.*

4. *Las operaciones activas de depósito a plazo y de colocación de saldos se formalizarán con las entidades financieras que hayan resultado adjudicatarias, por escrito o de forma jurídicamente equivalente, a través de alguno de los procedimientos previstos en el artículo 11”.*

4. ANÁLISIS DE RIESGOS

Los riesgos dimanan doblemente tanto el activo a adquirir como del emisor, ante la posibilidad de impagos de este de poder realizar el reembolso al vencimiento.

Las inversiones en excedentes de tesorería deben cumplir con los requisitos de liquidez y seguridad, es decir:

1. Tienen que ser productos de bajo riesgo, es el caso de las letras del tesoro, que son emitidas por un emisor público. La remuneración de las letras del Tesoro roza el 3% TIN (Tipo de Interés Nominal), mejor interés que los mejores depósitos a plazo fijo y al de las mejores cuentas remuneradas del mercado con bajo nivel de riesgo.
2. La seguridad implica no concertar productos especulativos con riesgo, y al menos se garantice el principal, y referente al mismo, y verificar un “Rating”⁵ favorable a este. La normativa del TRLRHL estipula el concepto de seguridad, que no es un concepto propio de los mercados financieros, donde se contemplará un mayor o menor riesgo en función de los activos de las operaciones, pero no existe la seguridad plena. Asociamos en principio que la garantía de los títulos emitidos por el estado español tiene, en su mayoría el carácter de activo con bajo riesgo y que el riesgo de los pasivos de una entidad financiera va a depender del Rating (relación solvencia/riesgo) de cada entidad.
3. Es necesario diversificar en activos y en números de entidades financieras, así como en volumen de las operaciones, de forma que minimicemos riesgos financieros.

⁵ La calificación crediticia, calificación de crédito o simplemente rating (en inglés credit rating/credit score) establece la capacidad de una entidad para pagar su deuda (creditworthiness) y el riesgo que conlleva invertir en esta deuda (ej. bonos). Los prestamistas se fijan en la calificación de riesgo para evaluar la posibilidad de impago (default) por parte de la entidad emisora de deuda. La calificación de crédito es determinada por las agencias de calificación de riesgo. Para asignar una calificación de crédito las agencias tienen en cuenta tanto el historial de pagos como la actual relación de bienes y deudas del emisor de deuda. La calificación de crédito da a los posibles prestamistas una medida clara y sencilla sobre el emisor de deuda, de modo que pueden cuantificar cuanto deben cargar por el préstamo que hacen, así como qué garantías adicionales (colateral) se deben incluir en el acuerdo a fin de minimizar el riesgo de impago. En el caso de los bonos, una calificación de crédito permite del mismo modo a los inversores determinar el riesgo de crédito, así como evaluar si el interés ofrecido es razonable de acuerdo con el riesgo asumido.

El riesgo de crédito es el riesgo de impago que se presume a un prestatario en función de su situación económico-financiera y presupuestaria. Este riesgo de crédito se plasma en el diferencial que se añade sobre el tipo de interés de referencia. El coste financiero que soporta una Entidad Financiera estará en función de la estimación que se realicen de la capacidad de repago de sus deudas, de la capacidad definitiva para hacer frente al servicio de los depósitos. El coste estará formado por el tipo de interés sin riesgo más el diferencial, que lógicamente será también mayor a mayor plazo, dado que existirá mayor incertidumbre respecto a la capacidad de repago.

La calificación crediticia (Rating) es un indicador de solvencia o capacidad de pago de un emisor. Esta calificación, que implica la capacidad para hacer frente a las obligaciones financieras asumidas, es una opinión independiente elaborada por una agencia especializada e indica el riesgo de crédito de un prestatario.

Las agencias de calificación crediticia utilizan dos clasificaciones diferentes: el grado de inversión que agrupa a aquellos activos cuyo riesgo financiero es bajo y la probabilidad de recuperar la inversión es alta; por el contrario, en el grado especulativo, se encuentran los activos cuya devolución no está asegurada.

Las agencias de calificación crediticia registradas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores son:

- MOODY'S INVESTORS SERVICE ESPAÑA, S.A.
- ETHIFINANCE RATINGS, S.L.
- INBONIS, S.A.

En el mercado financiero hay tres agencias acreditadas en la calificación de emisiones/emisores:

- S&P Global.
- Moody's.
- Fitch.

Estas tres son las más importantes y a las que debemos acudir para conocer el "Rating" de una Entidad Financiera.

Las calificaciones de largo plazo son opiniones sobre el riesgo crediticio relativo de las obligaciones financieras con un vencimiento original de un año o más. Abordan la posibilidad de que una obligación financiera no se cumpla según lo prometido. Estas calificaciones utilizan una escala global y reflejan tanto la probabilidad de incumplimiento como cualquier pérdida financiera en caso de incumplimiento.

Por ejemplo se tenemos un calificación a largo plazo: Rating de XXX: Aa3 (MOODY'S); A + (S&P); A + (FITCH), entendemos que la probabilidad de impago es mínima.

A largo plazo: las obligaciones calificadas en A son de grado medio-alto y están sujetas a un riesgo crediticio bajo, las obligaciones calificadas en B son especulativas y están sujetas a un riesgo crediticio alto salvo que sean "Baa" en Moody's por ejemplo, las obligaciones calificadas en C son la clase de bonos con más baja calificación y suelen estar en incumplimiento, con pocas perspectivas de recuperación de principal e intereses.

En Resumen, los activos financieros:

- a) Han de ser líquidos, para poder ser realizados en efectivo de forma inmediata.
- b) Deben estar retribuidos adecuadamente, con un tipo de interés referenciado (Euribor u otro) homologable en el mercado.
- c) La normativa local establece la seguridad como elemento determinante de este tipo de inversiones. El concepto de seguridad comentábamos que no existe en los mercados financieros, podemos hablar de mayor o menor riesgo, teniendo en cuenta la correlación existente entre riesgo y rentabilidad. Se deberá tener en cuenta por tanto el riesgo del activo (que invertimos) como el riesgo del emisor (que entidad financiera es).

Las Entidades Financieras que ofertan mejores retribuciones por los depósitos son aquellas cuyo Rating de Solvencia-riesgo (riesgo de crédito) es inferior. Y dado el carácter de seguridad que deben tener estos depósitos ante posibles impagos, ya que la mayoría de las Entidades Locales tienen grandes excedentes sin remunerar.

En cuanto al límite del riesgo, vendría determinado por la imposibilidad de que el emisor incumpla lo pactado (el pago del principal y los intereses). La seguridad dependerá, por tanto, de la solvencia del emisor y de las garantías que se incorporen al activo financiero, debiendo en todo caso asegurarse el reembolso del capital invertido.

Por tanto, en la oferta es importante ver, ¿qué debemos requerir a la entidad financiera para considerar que los fondos que depositemos en ella son seguros? Lo mínimo es la última calificación a corto y largo plazo publicada de una de estas empresas y el Rating de los "CDS".

Los "Credit Default Swaps", conocidos por sus siglas en inglés "CDS", son contratos a través de los cuales, a cambio del pago de una determinada cantidad al vendedor del CDS, el tenedor de un crédito o título se asegura (compra "protección") frente a la posible insolvencia en la recuperación de los importes debidos por el activo de

referencia. En resumen, se trata de derivados financieros similares en su operatoria (pago de una "prima" a cambio del aseguramiento de un riesgo) a los seguros, a través de los cuales se transfiere el riesgo de crédito del comprador del CDS al vendedor de este instrumento financiero.

Un requisito subjetivo para minimizar riesgos financieros puede ser limitar a los oferentes por su calificación.

Ejemplo: Sólo podrán concurrir a este procedimiento aquellas entidades financieras que a fecha de xxx, conforme a la última actualización, obtengan las siguientes calificaciones por las Agencias que se mencionan:

S&P GLOBAL		MOODY'S		FITCH	
Corto Plazo	Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo
A1+	AAA AA+ AA AA- A+	Prime-1	Aaa Aa1 Aa2 Aa3 A1	F1+	AAA AA+ AA AA- A+

Es interesante tener en cuenta: La Orden ECE/417/2019, de 3 de abril, por la que se autoriza a la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional a realizar operaciones activas y pasivas de gestión de la tesorería del Estado, y se regulan los procedimientos para su concertación.

Define las operaciones activas de gestión de la tesorería como operaciones a corto plazo de adquisición temporal de activos, préstamo, depósito a plazo y colocación de fondos en cuentas tesoreras realizadas con el fin de rentabilizar y facilitar la gestión de la tesorería del Estado.

"Artículo 3. Principios de actuación.

1. Las operaciones reguladas en esta orden se ejecutarán respetando los principios de solvencia, publicidad, concurrencia y transparencia, adecuados a la operación de que se trate en cada caso.
2. Sin perjuicio de lo previsto en el apartado anterior, la concertación de aquellas operaciones que se documenten mediante contratos o instrumentos normalizados habituales en los mercados financieros se hará conforme a las reglas, técnicas, condiciones y cláusulas que sean usuales en los mismos.

Artículo 4. Medidas de diversificación y control de riesgo.

1. En la definición y ejecución de las operaciones activas y pasivas de gestión de la tesorería se adoptarán las medidas adecuadas de diversificación y control de riesgo de contraparte que se consideren necesarias de acuerdo con la política general de gestión de riesgos del Tesoro, pudiendo establecerse, entre otras exigencias, requisitos mínimos de solvencia, garantías y cláusulas de compensación para asegurar el cumplimiento de las obligaciones de pago, en su caso.
2. La Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional podrá exigir condiciones para garantizar la solvencia y liquidez de los valores que sean objeto de las operaciones que realice, entre otras, una calificación crediticia mínima concedida por las principales agencias de calificación de conformidad con el Reglamento (CE) nº. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia y su normativa de desarrollo, o un saldo en circulación mínimo de la referencia en mercados regulados.

Artículo 6. Contabilización y fiscalización de las operaciones y gastos.

Los gastos relativos a las operaciones de gestión de la tesorería del Estado que se autorizan se atenderán con cargo a la Sección 06 «Deuda Pública», del Presupuesto del Estado en vigor, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 96 de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria».

En resumen: carácter no presupuestario de estas inversiones financieras, medidas adecuadas de diversificación y control de riesgo y posibilidad de exigir condiciones para garantizar la solvencia y liquidez de los valores que sean objeto de las operaciones.

5. LIQUIDEZ

Los activos adquiridos deben ser activos líquidos, es decir inversiones financieras fácilmente realizables a corto plazo sin sufrir pérdidas.

En los depósitos o IPF como producto bancario que son, entregamos nuestro dinero a la entidad financiera durante un plazo determinado y a su finalización obtenemos la cantidad entregada más los intereses pactados. Los depósitos a plazo tienen una fecha de vencimiento determinada, por lo que no podrás disponer del dinero hasta su vencimiento, salvo que en el contrato se prevea la posibilidad de cancelarlo anticipadamente, en cuyo caso lo habitual es que tengas que pagar una penalización u omisión, que también deberá recogerse en el contrato, el depósito a plazo, gene-

ralmente, ofrece una mayor rentabilidad que una cuenta a la vista, en base a la "in-disponibilidad" del dinero durante el plazo contratado, y ya comentábamos como el mercado empieza a no gravar las cancelaciones de estos, sin perjuicio de las fechas de preaviso como veremos a continuación si son obligatorias.

En una Imposición a Plazo Fijo se abonan intereses normalmente superiores a los que pudieran abonarse por la tesorería depositada en cuentas a la vista, en escenarios de tipos positivos como los actuales. Si fuera "inmediatamente líquida", y no sólo "líquida" ¿qué obligación por parte del depositante justifica el abono de intereses superiores por parte del depositario? Por ello las Entidades Financieras establecen un plazo de preaviso al menos de 30 días y una comisión de cancelación en el supuesto de cancelación parcial o total del depósito. Las comisiones de cancelación van disminuyendo con el transcurso de los días, pero al principio eran tal que equivalían a la rentabilidad obtenida por el depósito hasta ese momento, de forma que en algunos casos no se cumplía el principio de proporcionalidad.

El preaviso obligatorio de 30 días surge de los acuerdos de Basilea, recogido en normativa europea: Reglamento Delegado (UE) 2015/61 de la comisión de 10 de octubre de 2014 por el que se completa el Reglamento (UE) no 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe al requisito de cobertura de liquidez aplicable a las entidades de crédito.

La normativa europea al respecto establece el requisito de cobertura de liquidez aplicable a las entidades de crédito, que "3) De conformidad con los estándares sobre liquidez del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB), conviene adoptar normas que definan el requisito de cobertura de liquidez como la ratio entre el colchón de «activos líquidos» de una entidad de crédito y sus «salidas netas de liquidez» durante un período de tensión de 30 días naturales

Por tanto, no debemos confundir liquidez (realización si sufrir pérdidas) con inmediatez o disponibilidad inmediata sin preaviso, máxime cuando existe normativa europea aplicable en materia de preavisos.

