

LA FINANCIACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA AUTONÓMICA A TRAVÉS DE FONDOS DE INVERSIÓN: UNA PROPUESTA PARA GALICIA

FRANCISCO RODRÍGUEZ DE PRADO / LUCY AMIGO DOBAÑO
Departamento de Economía Aplicada
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de Vigo

Recibido: 15 febrero 2002

Aceptado: 17 junio 2002

Resumen: Algunas comunidades autónomas, en concreto, la Comunidad Valenciana, Cataluña y Canarias han desarrollado y han fomentado la creación de unos fondos de inversión especializados en deuda pública de dichas comunidades, siguiendo el ejemplo marcado a principios de la década de los años noventa por el Tesoro Público estatal con los fondos Fondtesoro. La utilidad de estos fondos se centra en aportar una base final de inversores institucionales a las emisiones de deuda pública, lo que facilita la financiación del déficit, la estabilidad en precios y posibilita el alargamiento de la vida media de las emisiones. Además, se puede promover desde estos fondos específicos la inversión en títulos de renta fija emitidos por empresas privadas, lo que dinamiza su financiación. En este trabajo se analiza, a través de la comparación de las principales magnitudes relativas a la deuda pública, la posibilidad de desarrollar en Galicia unos fondos de inversión similares a los de estas comunidades autónomas precursoras y cuáles deberían ser sus principales características, atendiendo a su experiencia previa.

Palabras clave: Deuda pública autonómica / Fondos de inversión / Financiación de empresas.

AUTONOMIC PUBLIC DEBT FINANCING USING MUTUAL FUNDS: A PROPOSAL FOR GALICIA

Abstract: Some Autonomous Governments like Valencia, Cataluña and Canarias have developed mutual bond funds which invest their assets in regional Public Debt, following national Fondtesoro bond funds example. Institutional investors are the principal reason for the development of these funds. Public Debt funds issues are easier with these investors. Regional bond funds invest a part of their assets in private bonds. This is an advantage for financing their liabilities. In this paper, we compare Public Debt magnitudes to analyse the possibility to create mutual bond funds in Galicia like other Communities. We expose, also, the principal characteristics in order to get their targets using the previous experience of other Autonomous Governments.

Keywords: Autonomic public debt / Mutual bond funds / Enterprise financing.

1. INTRODUCCIÓN

La financiación de la deuda pública de las diferentes administraciones públicas a través de valores emitidos y negociados en los mercados financieros constituye uno de los grandes retos en su política fiscal. El creciente déficit público, así como la proliferación de emisores en los mercados de títulos de renta fija, tanto públicos como privados, acrecientan la competencia para la colocación de dichos títulos y dificultan la consecución de los objetivos de colocación de deuda pública para las diferentes administraciones públicas. Además, se debe formular como objetivo preferente el aumento de su vida media para garantizar el equilibrio entre la disposi-

ción de recursos y la estructura temporal de los pasivos financieros (Ezquiaga y Ferrero, 1997, pp. 110-116). Esto se traduce en el acceso regular y ordenado a los mercados a través de la emisión periódica de títulos a distintos plazos para diversificar riesgos. Es, en concreto, a partir del año 1992, cuando se moderó el acceso al crédito bancario de las comunidades autónomas y se apoyaron más en los mercados de valores, aprovechando las expectativas de los inversores de renta fija ante la perspectiva de disminución de tipos y la obtención de plusvalías (Rubio y Sanz, 2000, pp. 156-157).

La Administración Central del Estado español constituye el principal causante de déficit público debido al volumen de recursos generados, por lo que es también la más afectada por este tipo de problemas. El desarrollo del mercado de deuda pública se presenta como la solución para poder emitir y negociar posteriormente los elevados volúmenes de deuda pública generada en los últimos años, y se basa en la consecución de los objetivos de financiación adecuada del déficit a un coste reducido marcado por el mercado y con una adecuada estabilidad en cuanto a plazos, para lo que se diseñan una gama de instrumentos completa, atendiendo a las preferencias de plazos de los inversores, y se establece una política de emisiones estable en cuanto a periodicidad y con un grado de transparencia e información suficiente. De todas maneras, estos objetivos genéricos no se cumplen en un primer momento y se hace patente que el mercado secundario peca de ciertas carencias, no en cuanto a su funcionamiento de negociación, compensación y liquidación, sino en cuanto al origen de la demanda en este mercado. El Tesoro pensó en la conveniencia de la promoción de fondos de inversión que demandasen en exclusiva deuda del Estado que, junto con una adecuada campaña de publicidad que informe al público en general de sus ventajas respecto a otros activos financieros¹, hicieran aumentar su demanda, lo que, en definitiva, propiciaría un incremento en las pertenencias de deuda en el medio y en el largo plazo con un importante grado de estabilidad, y que permitiría a los inversores finales una nueva vía de inversión hacia la deuda pública y que se adaptaría en mayor medida a sus preferencias y uniría las ventajas de los fondos de inversión. Es así como, desde esta perspectiva, toma forma el proyecto de fondos de inversión Fondtesoro². Además, el proceso de desarrollo de los fondos de inversión en España ha estado ligado en gran medida al desarrollo del mercado de deuda pública, por lo que los fondos de inversión de renta fija fueron los grandes protagonistas de este proceso, cobrando una especial relevancia los Fondtesoro, especializados en deuda pública³.

¹ Respecto a las ventajas de los fondos de inversión, véase Comisión Nacional del Mercado de Valores (1989).

² La explicación completa de este proceso puede verse en Garrido (1991).

³ La importancia de los Fondtesoro en el proceso de expansión de los fondos de inversión en España en la década de los años noventa es una opinión compartida por la práctica totalidad de los autores que analizan este fenómeno. Entre otros, y sin ánimo de ser exhaustivos, podríamos citar a Casadejús (1997), Contreras (1993), Fernández (1996), García (1991), AFI (1997), Gil (1992) y De Roda (1991).

A lo largo de la década de los años noventa, el endeudamiento de las administraciones autonómicas experimentó un notable incremento⁴. Este fuerte crecimiento de la deuda autonómica debe vincularse con el proceso de descentralización que origina a lo largo de la década de los años ochenta la institucionalización y el desarrollo de las comunidades autónomas. Este proceso de acumulación de deuda responde a la actuación discrecional de los gobiernos autonómicos, no sujeta en un principio a limitación fiscalizadora y por la especialización en gastos de inversión, así como en la asunción de competencias con gastos elevados, como la sanidad (Ezquiaga y Ferrero, 1999, p. 128). El acceso a los instrumentos de mercado como pasivos financieros es cada vez mayor. Para fomentar su demanda y conseguir unos objetivos similares a los marcados por el Tesoro con el convenio Fondtesoro, desde algunas comunidades autónomas como la valenciana, la catalana o la canaria, se ha habilitado este mecanismo para conseguir unos objetivos similares a los expuestos, pero con títulos de deuda autonómicos. En los tres casos se desarrolló un convenio por parte de las Consejerías de Economía y Hacienda similar al desarrollado en el caso de los Fondtesoro y de libre adhesión para las sociedades gestoras para el desarrollo de fondos de inversión que deben mantener unos porcentajes mínimos de títulos de deuda pública emitida por dichas comunidades autónomas. En el caso valenciano se desarrollan en 1991 los fondos de inversión Fondvalencia, en sus modalidades FIM y FIAMM. En Cataluña, se desarrollan en 1998 los Fondtesoro Catalunya en sus modalidades FIM de renta fija y los FIM de renta fija mixtos. Por último, en Canarias se promueven en 1999 los fondos Eurocanarias en sus variantes FIM de renta fija y los de renta mixta

Teniendo en cuenta las similitudes existentes en la estructura del endeudamiento público de las comunidades autónomas citadas con la de Galicia, así como de los valores en que se habilita su financiación, se puede considerar la posibilidad existente de desarrollar unos fondos de inversión que se apliquen de manera similar en un convenio promovido por la Xunta de Galicia y al que se puedan adherir entidades financieras para comercializar fondos de inversión especializados en deuda pública emitida por la Comunidad Autónoma de Galicia. Además de los beneficios que se pueden derivar para la adecuada financiación del déficit público, se puede aprovechar el potencial inversor de estos fondos para financiar empresas gallegas, puesto que pueden dedicar parte de sus recursos a la compra de títulos emitidos por empresas privadas no cotizadas en mercados secundarios oficiales.

En cuanto a la estructura del trabajo, en primer lugar, se desarrollará el marco legal aplicable para la creación de este tipo de fondos ateniéndonos a los precedentes de otras comunidades autónomas y su posible adaptación a la realidad económica gallega. Posteriormente, se realizará un estudio de la situación actual del endeudamiento autonómico gallego, en cuanto a su cuantía y financiación, y se compara-

⁴ Sobre la evolución del endeudamiento de las comunidades autónomas, véase Utrilla (2000).

rá con el de las comunidades antes mencionadas para analizar sus analogías. Por último, se establecerán las características básicas que deberían considerarse para la creación y el desarrollo de este tipo de fondos de inversión especializados en deuda pública gallega.

2. LOS FONDOS DE INVERSIÓN AUTONÓMICOS ESPECIALIZADOS EN DEUDA PÚBLICA AUTONÓMICA

A lo largo de la década de los años noventa el endeudamiento de las administraciones autonómicas ha experimentado un notable incremento, por lo que en la mayor parte de las ocasiones optaron por financiarlo con instrumentos de mercado. En el caso concreto de Galicia, en la década de los años noventa la deuda emitida por la comunidad autónoma se adaptó a las condiciones de mercado buscando la minimización de costes y riesgos financieros, con una tendencia hacia el aumento de la presencia de valores en la línea seguida por el Tesoro y por otras administraciones públicas (Ezquiaga y Pirelli, 1998, p. 100). Para fomentar su demanda y conseguir unos objetivos similares a los marcados por el Tesoro con el convenio Fondtesoro, desde algunas comunidades autónomas como la valenciana, la catalana o la canaria, se habilitó este mecanismo para conseguir unos objetivos similares a los expuestos, pero con títulos de deuda autonómicos. Por ello, los fondos de inversión Fondtesoro no han constituido un desarrollo aislado de fomento de demanda de deuda pública a partir de la inversión colectiva.

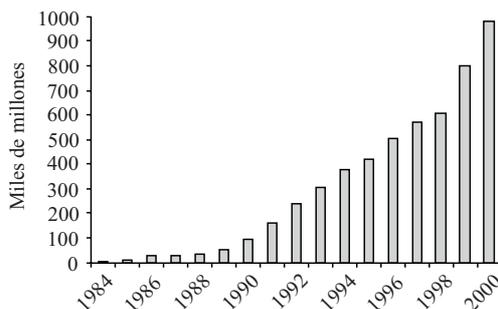
2.1. LOS FONDOS DE INVERSIÓN FONDALENCIA

La deuda emitida por la Comunidad Valenciana ha experimentado una notable progresión en los últimos años, tal y como se observa en el gráfico 1. Es por ello, que esta Comunidad figura entre las primeras en emitir valores en el corto plazo (pagarés) y en el largo plazo (bonos y obligaciones). Estos títulos son emitidos por la Consellería de Economía y Hacienda y gestionados por el Instituto Valenciano de Finanzas.

Al igual que el Estado central, la Consellería de Economía y Hacienda intenta promover la colocación de deuda pública y su mantenimiento de forma estable por parte de los inversores. Por eso intenta fomentar la demanda institucional a largo plazo para así disminuir la volatilidad en las cotizaciones al contar con una base de inversores finales estables como son los partícipes de fondos de inversión. El proceso sigue la idea originaria de los Fondtesoro y se plasma en la promulgación de la Orden de 25 de enero de 1991 de la Consellería de Economía y Hacienda sobre Convenios relativos a fondos de inversión en deuda pública (*Diario Oficial de la*

Generalitat Valenciana de 27 de enero), que en sus líneas básicas es similar a la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda que crea los Fondtesoro.

Gráfico 1.- Endeudamiento de la Comunidad Valenciana materializado en valores y créditos no comerciales



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos de Banco de España: *Boletín Estadístico* (varios números).

Por este convenio, la Dirección General de Economía y Política Financiera de la Generalitat se obliga a ceder a la sociedad gestora el uso no exclusivo de la marca Fondvalencia y de sus logotipos y signos identificativos con la exclusiva finalidad de que comercialice el fondo objeto del convenio. También prestará apoyo publicitario para su promoción con cargo a las partidas establecidas presupuestariamente. Por su parte, las gestoras se obligan a utilizar la publicidad relativa al fondo y a exponer en lugar visible de la red de oficinas a través de las que se comercialicen los logotipos y signos distintivos de Fondvalencia y de la Generalitat Valenciana. También deberán remitir a esta Dirección General la información que ésta requiera sobre los fondos gestionados.

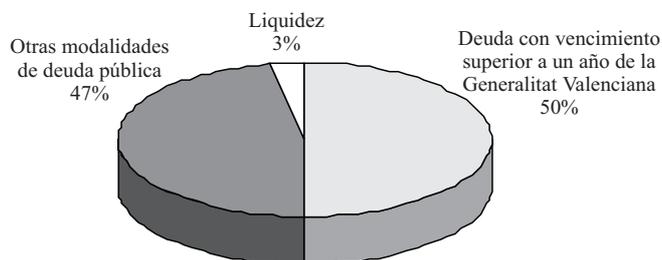
Este convenio puede ser revocado en caso de que la CNMV inicie un expediente por infracción grave o muy grave, cuando la sociedad gestora modifique el reglamento de gestión del fondo sin el consentimiento previo de la Dirección General, cuando la sociedad gestora desatienda reiterada e injustificadamente las reclamaciones de los partícipes que le sean trasladadas con su informe favorable por la Dirección General, o cuando la sociedad gestora incumpla cualquiera de las cláusulas contempladas en el convenio. En todo caso, sea la rescisión por iniciativa de la Dirección General o de la sociedad gestora, se deberá comunicar por escrito a los partícipes tal circunstancia.

En cuanto a la política de inversiones del patrimonio del fondo, ésta será diferente en función de que la modalidad de éste sea FIM o FIAMM. De todas maneras, en ambos casos los recursos del fondo que sean invertidos en pagarés de la Generalitat serán adquiridos por la entidad depositaria del fondo a través de las subastas competitivas que se celebren, o en una segunda fase no competitiva, al tipo me-

dio ponderado resultante de la subasta realizada con la limitación de que ésta no podrá acudir a ella cuando hubiera participado en la última subasta realizada, estableciéndose además en este caso un límite individual del 50% como máximo del volumen solicitado y no adjudicado con una desviación máxima de 0,1 puntos del tipo marginal de la subasta.

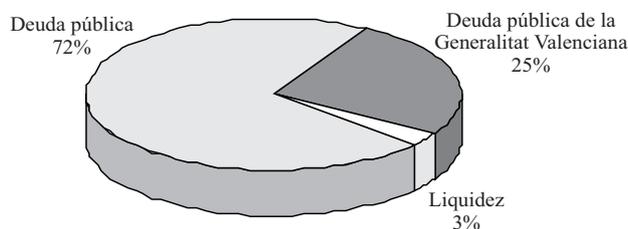
Tanto los FIM como los FIAMM deberán materializar sus activos, salvo los afectos a la cobertura del coeficiente de liquidez, íntegramente en deuda pública de la Generalitat Valenciana y del Estado en cualquiera de sus modalidades. No obstante, la deuda de la Generalitat Valenciana deberá representar un porcentaje no inferior al 25% del término medio mensual de los saldos diarios del activo del fondo. En el caso de los FIM, al menos un 50% del activo del fondo deberá estar invertido en bonos y obligaciones de la Generalitat Valenciana emitidos con un plazo inicial de amortización superior a un año, tal y como se refleja en el gráfico 2, y la aportación mínima exigida a los partícipes no será superior a 50.000 pesetas. En cuanto a las comisiones y gastos, no podrán exceder de forma conjunta el 1,75% del valor de su patrimonio diario medio durante el ejercicio. Sólo podrá repercutirse individualmente a los partícipes una comisión de reembolso no superior al 2% del valor de las participaciones reembolsadas durante los dos primeros años de permanencia del partícipe en el fondo.

Gráfico 2.- Inversión del patrimonio de los Fondvalencia FIM



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos de la Orden de 25 de enero de 1991 de la Consejería de Economía y Hacienda sobre convenios relativos a fondos de inversión en deuda pública.

En el caso de los FIAMM, no se especifica un vencimiento mínimo para las inversiones, por lo que se abre para ellas la posibilidad del corto plazo de manera acorde con su carácter de fondo monetario, tal y como se refleja en el gráfico 3. La inversión mínima exigida inicialmente a los partícipes no podrá exceder de 200.000 pesetas y el conjunto de comisiones que se podrán cargar al fondo no podrá ser superior al 1,5% del valor de su patrimonio medio diario durante el ejercicio.

Gráfico 3.- Inversión del patrimonio de los Fondvalencia FIAMM

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos de la Orden de 25 de enero de 1991 de la Consejería de Economía y Hacienda sobre convenios relativos a fondos de inversión en deuda pública.

Con respecto a la situación actual de estos fondos, observamos que se han promovido nueve fondos de la categoría FIM (tabla 1) frente a sólo tres de la categoría FIAMM (tabla 2). El patrimonio y el número de partícipes resulta reducido en el contexto global de los fondos de inversión, lo que podría explicarse por su localización geográfica y por el mal momento en cuanto a rentabilidades y comercialización que experimentan los fondos de inversión de renta fija en los últimos tiempos debido al bajo nivel de tipos de interés de la economía.

Tabla 1.- Fondvalencia FIM

NOMBRE DEL FONDO	GESTORA	PATRIMONIO DICIEMBRE 2000 (miles de euros)	PARTÍCIPES
Banesdeuda FV FIM	SCH Gestión	38.879	69.905
BCH Bonos FV FIM	SCH Gestión	11.925	107.315
BBVA FV FIM	BBVA Gestión	86.497	735.309
Santander FV FIM	SCH Gestión	5.684	835.029
Cavalahorro FV FIM	Gebasa	64.094	5.910.977
Ruraltesoro FIM	Gescooperativo	2.694	4.251
BBVA FV 2 FIM	BBVA Gestión	3.613	
BK FV Mixto FIM	Gesbankinter	2.805	5.234
Indosuez FV FIM	Indosuez fondos	1.205	

FUENTE: Instituto Valenciano de Finanzas.

Tabla 2.- Fondvalencia FIAMM

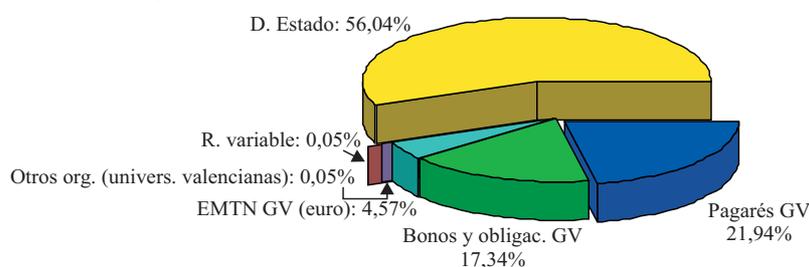
NOMBRE DEL FONDO	GESTORA	PATRIMONIO DICIEMBRE 2000 (miles de euros)	PARTÍCIPES
Bankpyme FV FIAMM	Bankpyme SGIIC, S.A.	24.916	31.306
Ruralrenda FV FIAMM	Gescooperativo, S.A.	14.470	7.375
Cavaltesoro FV FIM	Gebasa	68.104	79.381

FUENTE: Instituto Valenciano de Finanzas.

El convenio Fondvalencia ha constituido el primer intento por parte de una Administración autonómica de fomentar fondos de inversión especializados, al menos en parte, en la posesión de deuda de la correspondiente comunidad. El nú-

mero de fondos es reducido, en especial en la categoría FIAMM, y por ello su expansión, tanto patrimonial como en número de partícipes ha resultado limitada. De todas maneras, su creación ha contribuido al mayor conocimiento entre los inversores de las modalidades de deuda autonómica, así como a su difusión entre inversores institucionales. En concreto, tal y como se refleja en el gráfico 4, las diferentes modalidades de deuda de la Comunidad Valenciana representa el 44% del patrimonio total de estos fondos, siendo el resto deuda estatal. Lógicamente, no se puede requerir que la totalidad del patrimonio de estos fondos se materialice en títulos autonómicos, puesto que este mercado no ha alcanzado la profundidad y la liquidez del estatal, pero aún así representa una nueva modalidad de especialización de los fondos en títulos de renta fija pública, pero de titularidad territorial y no estatal.

Gráfico 4.- Composición de la cartera de valores de los Fondvalencia a 31/01/01

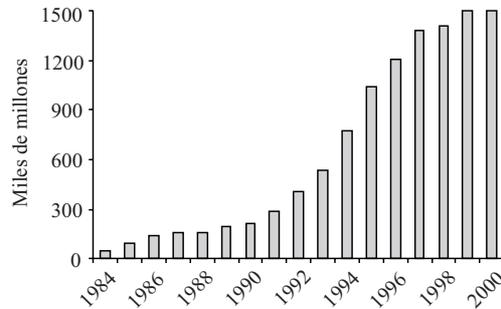


FUENTE: Instituto Valenciano de Finanzas.

2.2. LOS FONDOS DE INVERSIÓN FONSTRESOR CATALUNYA

Al igual que en el resto de las comunidades autónomas, el endeudamiento en Cataluña se ha incrementado de manera notable en los últimos años, tal y como refleja el gráfico 5.

Para su financiación se acude cada vez en mayor medida a la emisión de valores negociables en mercados organizados. Por ello, y para favorecer su demanda institucional, siguiendo el ejemplo del Tesoro Público, y más en concreto de la Comunidad Valenciana, la Consejería de Economía y Finanzas de la Generalitat especifica un convenio de colaboración con entidades gestoras de instituciones de inversión colectiva para la comercialización de unos fondos de inversión que van a materializar un porcentaje determinado de su patrimonio en emisiones de deuda pública catalana. Con él se procede a ceder la utilización de una marca que identifica a este tipo de fondos como *Fonstresor Catalunya* y garantiza la demanda institucional de una parte significativa de los títulos negociados, con los beneficiosos efectos que ello comporta.

Gráfico 5.- Endeudamiento de la Comunidad catalana materializado en valores y créditos no comerciales

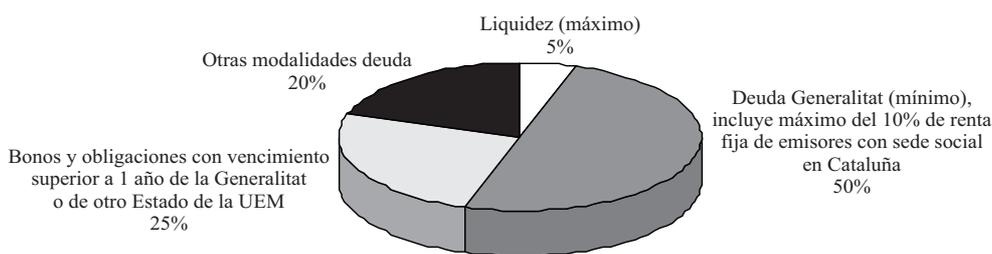
FUENTE: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España: *Boletín Estadístico* (varios números).

El proceso de implantación sigue las pautas marcadas por los Fondtesoro nacionales y por los Fondvalencia al recogerse en una norma legal que, en este caso concreto, es la Orden de 25 de noviembre de 1998 de la Consejería de Economía y Finanzas, por la que se da publicidad a los convenios de colaboración para la constitución de fondos de inversión bajo la denominación Fonstresor Catalunya, y se establecen los requisitos y las condiciones que deberán cumplir las entidades participantes. En ella se recogen dos anexos que se corresponden con los convenios específicos para las dos modalidades contempladas: los FIM de renta fija y los FIM de renta fija mixtos. Estos dos convenios se corresponden con contratos de adhesión para las sociedades gestoras que, cumpliendo una serie de condiciones, podrán detentar y comercializar fondos bajo esta marca comercial, a la par que se obligan a utilizar en la publicidad relativa al fondo y a exponer en lugar visible de la red de oficinas a través de las que se comercialicen los logotipos y los signos distintivos de Fonstresor Catalunya FIM. El convenio puede ser revocado en determinados casos similares a los expuestos para los Fondvalencia por parte de la Dirección General de Política Financiera.

La inversión del patrimonio de los FIM de renta fija se deberá materializar en un porcentaje no inferior al 95% del término medio mensual de los saldos diarios del activo del fondo en deuda pública, ya sea de la Generalitat o de cualquier Estado miembro de la Unión Económica y Monetaria, aunque la deuda de la Generalitat deberá representar al menos el 50% del patrimonio, tal y como refleja el gráfico 6. Dentro de este porcentaje cabe la posibilidad de incluir un máximo del 10% en valores de renta fija cotizados en mercados organizados de emisores con sede social en Cataluña, públicos o privados, y que tengan un *rating* igual o superior al de la Generalitat. Para asegurar el carácter de largo plazo del fondo, al menos el 25% del activo debe ser invertido a vencimiento en bonos y obligaciones de la Generalitat o de cualquier Estado miembro de la Unión Económica y Monetaria que se emitan con un plazo de amortización superior a un año. Para asegurar los riesgos financia-

ros de la cartera, estos fondos podrán actuar en los mercados a plazo, de futuros y opciones, pero con la finalidad exclusiva de cobertura. En cuanto a los partícipes, su aportación mínima no podrá ser superior a las 50.000 pesetas, y la suma de las comisiones y de los gastos que se les puede cargar no excederá del 1,25% del valor de su patrimonio medio.

Gráfico 6.- Inversión del patrimonio de los Fonstresor Catalunya FIM renta fija



FUENTE: Elaboración propia a partir de la Orden de 25 de noviembre de 1998, de la Consejería de Economía y Finanzas, por la que se da publicidad a los convenios de colaboración para la constitución de fondos de inversión bajo la denominación Fonstresor Catalunya y se establecen los requisitos y condiciones que deben cumplir las entidades participantes.

El desarrollo de estos fondos ha sido limitado, siendo su situación actual la expuesta en la tabla 3, habida cuenta de lo reciente de su comercialización, puesto que los primeros fueron ofrecidos a los partícipes a partir de abril de 1999. Este hecho, unido a las limitadas rentabilidades ofrecidas por los fondos de renta fija, explican su escaso desarrollo hasta el momento, sobre todo si se comparan con los mixtos, tal y como se expone a continuación.

Tabla 3.- Datos de los Fonstresor Catalunya FIM renta fija (diciembre 2000)

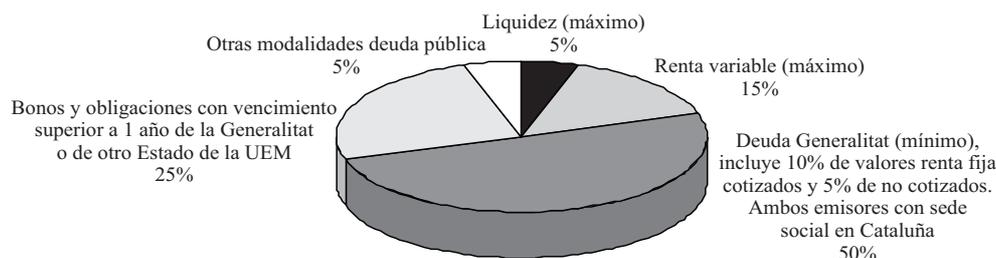
NOMBRE DEL FONDO	GESTORA	PATRIMONIO DICIEMBRE 2000 (miles de euros)	PARTÍCIPES
ACF Fonstresor Catalunya FIM	Gesinca Inversiones	3.364	19
Foncaixa Fonstresor Catalunya 59 FIM	Gescaixa	758	107
Bankpyme Fonstresor Catalunya Eurofix RF FIM	Bankpyme Gestión	1.669	64
Caixa Catalunya Fonstresor Catalunya FIM	Caixa Catalunya Gestión	2.273	398

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos facilitados por la Consejería de Economía y Finanzas de la Generalitat de Cataluña.

En cuanto a la inversión de los FIM renta fija mixtos, se caracterizará por la posibilidad de incluir valores de renta variable que formen parte de un índice bursátil de algún mercado de los países integrados en la Unión Económica y Monetaria hasta un límite máximo del 15%, tal y como refleja el gráfico 7. Una consecuencia directa de ello será la reducción de la cuantía que se dedicará a deuda pública que se sitúa en el 85%. En todo caso, como mínimo el 50% del patrimonio debe dedi-

carse a deuda de la Generalitat, aunque dentro de este porcentaje se admite la posibilidad de dedicar un máximo del 10% a valores de renta fija cotizados en mercados organizados y emitidos por entidades públicas o privadas con sede social en Cataluña, siempre que tengan un *rating* igual o superior a BBB. Asimismo, y dentro de este último porcentaje, se podrá dedicar la mitad como máximo a valores de renta fija no cotizados siempre que sean emitidos por entidades con sede social en Cataluña. Para garantizar la duración mínima del fondo, al menos el 25% del activo deberá ser invertido a vencimiento en bonos y obligaciones de la Generalitat o de otro Estado de la Unión Económica y Monetaria que se emitan con un plazo de amortización superior a un año. Para asegurar los riesgos financieros de la cartera estos fondos podrán actuar en los mercados a plazo, de futuros y opciones, pero con la finalidad exclusiva de cobertura. En cuanto a los partícipes, su aportación mínima no podrá ser superior a las 50.000 pesetas, y la suma de las comisiones y de los gastos que se les puede cargar no excederá del 1,5% del valor de su patrimonio medio.

Gráfico 7.- Inversión del patrimonio de los Fonstresor Catalunya FIM renta fija mixtos



FUENTE: Elaboración propia a partir de la Orden de 25 de noviembre de 1998, de la Consejería de Economía y Finanzas, por la que se da publicidad a los convenios de colaboración para la constitución de fondos de inversión bajo la denominación Fonstresor Catalunya y se establecen los requisitos y condiciones que deben cumplir las entidades participantes.

En el caso de los FIM renta fija mixtos, además del efecto dinamizador que tienen sobre la demanda de los títulos de la deuda pública de la Generalitat, se aprecia el interés en dotar de intermediarios financieros que fortalezcan la demanda de valores de renta fija emitidos por entidades privadas, cotizadas o no.

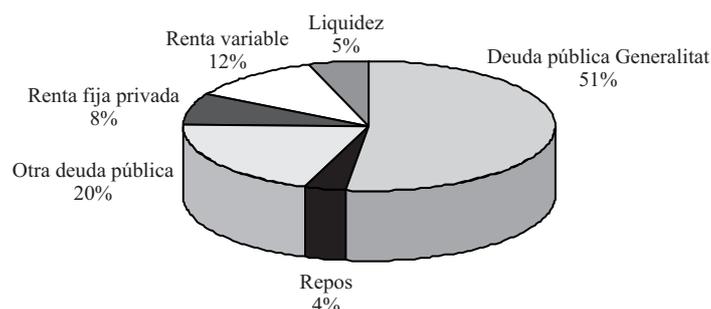
De la tabla 4 destaca el hecho del mayor número de fondos mixtos creados bajo la denominación Fonstresor Catalunya en detrimento de los específicos de renta fija, que son la mitad, en septiembre de 1999. Las explicaciones a este fenómeno radican en la mayor flexibilidad prevista para sus inversiones, lo que posibilita la obtención de unas mayores rentabilidades que son percibidas por los potenciales partícipes que los demandan.

Tabla 4.- Datos de los Fondos de Inversión de Catalunya FIM renta fija mixtos (diciembre 2000)

NOMBRE DEL FONDO	GESTORA	PATRIMONIO (en miles euros)	PARTÍCIPES
Banesto Fondresor Catalunya Mixt FIM	Banesto Gestión	11.502	574
Foncaixa Fondresor Catalunya Mixt 60 FIM	Gescaixa	905	161
Bankpyme Fondresor Catalunya Mixt Euro 15RV	Bankpyme Gestión	13.243	1.633
ACF Fondresor Catalunya Mixt FIM	Gesinca Inversiones	6.882	498
Argentaria Fondresor Catalunya Mixt FIM	Argentaria Gestión	7.139	303
BCH Fondresor Catalunya Mixt FIM	BCH Gestión	13.107	929
Dos Mil Fondresor Catalunya Mixt FIM	GVC Gestión	95	42
BBV Fondresor Catalunya Mixt FIM	BBV Gestinova	4.000	60

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos facilitados por la Consejería de Economía y Finanzas de la Generalitat de Cataluña.

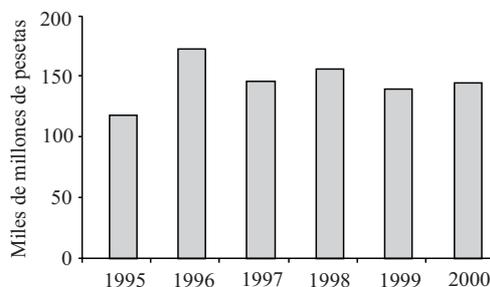
En cuanto al volumen de patrimonio que, por término medio, se dedica a la inversión en valores emitidos por la Generalitat, se observa en el gráfico 8 que supera la mitad del patrimonio de estos fondos, dedicándose el resto a otros activos financieros, dependiendo de la vocación inversora del fondo.

Gráfico 8.- Inversión del patrimonio de los Fondos de Inversión de Catalunya (diciembre 2000)

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos facilitados por la Consejería de Economía y Finanzas de la Generalitat de Cataluña.

2.3. LOS FONDOS DE INVERSIÓN EUROCANARIAS

Las autoridades económicas del Gobierno autónomo canario también han considerado la importancia de los inversores institucionales y, en particular, de las instituciones de inversión colectiva para contribuir a la difusión y colocación de la deuda de la Comunidad Autónoma. Por lo tanto, con la promulgación de la Orden de 18 de junio de 1999 por la que se convoca la selección de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva para la constitución y difusión de fondos de inversión mobiliaria en deuda de la Comunidad Autónoma de Canarias y por la que se delegan facultades en el director general del Tesoro y Política Financiera, se implantan los fondos de inversión Eurocanarias.

Gráfico 9.- Endeudamiento de la Comunidad canaria materializado en valores y créditos no comerciales

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España: *Boletín Estadístico* (varios números).

Los fondos de inversión mobiliaria, con la denominación genérica de *fondos de inversión Eurocanarias*, podrán revestir dos modalidades: en primer lugar, los fondos de inversión mobiliaria de renta fija (FIM renta fija), que deberán incluir en su denominación la expresión “Eurocanarias renta fija”; y, en segundo lugar, los fondos de inversión mobiliaria de renta fija mixta (FIM renta fija mixta), que incluirán en su denominación la expresión “Eurocanarias mixto”.

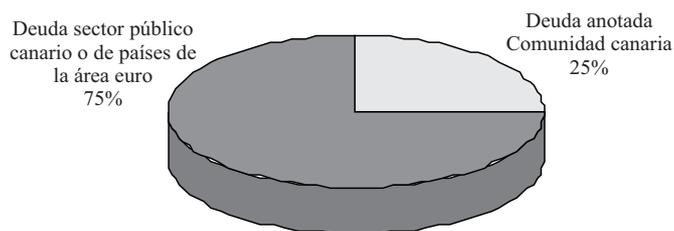
Los fondos Eurocanarias renta fija deberán cumplir los siguientes criterios de inversión. En primer lugar, salvo los recursos afectos a la cobertura del coeficiente de liquidez, el activo del fondo se invertirá íntegramente en valores negociados en el mercado de deuda pública en anotaciones, emitidos por el sector público de Canarias⁵, así como en valores representativos de la deuda, cualquiera que sea su modalidad, de los emisores públicos de los países pertenecientes a la Unión Monetaria Europea, siempre que éstos posean una calificación crediticia, concedida al menos por una agencia reconocida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que no sea inferior a la que tuviera atribuida la Comunidad Autónoma de Canarias. En todo caso, los valores representativos de la deuda de la Comunidad Autónoma de Canarias deberán constituir un porcentaje no inferior al 25 por 100 del activo del fondo, o bien un porcentaje no inferior al 5 por 100 del saldo vivo, de dichos valores, en circulación en el mercado de deuda pública en anotaciones. Asimismo, el fondo sólo podrá operar con instrumentos financieros derivados con el exclusivo propósito de cubrir los riesgos de su cartera.

En cuanto a la aportación mínima de los partícipes, no podrá exceder de cincuenta mil pesetas, mientras que la suma de las comisiones y de los gastos cargados anualmente al fondo por todos los conceptos no podrá exceder del 1,25 por 100 del

⁵ El sector público de Canarias está integrado por la Comunidad Autónoma de Canarias, por los cabildos insulares, por los ayuntamientos, por las mancomunidades de municipios, por las entidades de derecho público y por las empresas públicas dependientes o vinculadas a todos los anteriores, así como las empresas concesionarias de un servicio público.

valor del patrimonio medio diario de aquél durante el ejercicio. Además, sólo se podrá repercutir individualmente a los partícipes una comisión de reembolso sobre el precio de las participaciones reembolsadas cuando no medie más de doce meses entre la fecha en que haya de surtir efectos el reembolso que se solicite y la de suscripción de las participaciones que se reembolsan.

Gráfico 10.- Inversión del patrimonio de los Eurocanarias renta fija

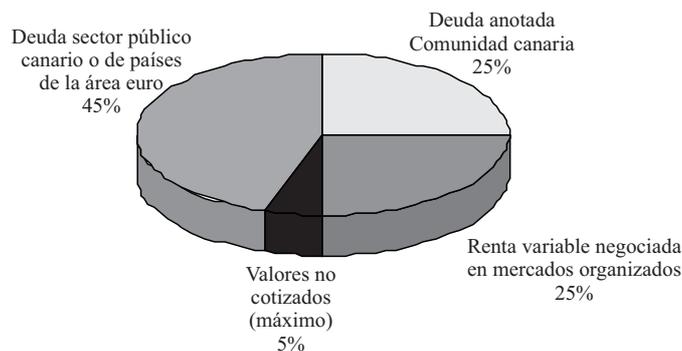


FUENTE: Elaboración propia a partir de la Orden de 18 de junio de 1999 por la que se convoca la selección de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva para la constitución y difusión de fondos de inversión mobiliaria en deuda de la Comunidad Autónoma de Canarias y se delegan facultades en el director general del Tesoro y Política Financiera.

En cuanto a los criterios de inversión de los fondos Eurocanarias mixtos, salvo los recursos afectos a la cobertura del coeficiente de liquidez, el activo del fondo se invertirá en valores negociados en el mercado de deuda pública en anotaciones, no aptos para materializar las dotaciones a la reserva para inversiones en Canarias, emitidos por el sector público de Canarias, así como en valores representativos de la deuda, cualquiera que sea su modalidad, de los emisores públicos de los países pertenecientes a la Unión Monetaria Europea, siempre que éstos posean una calificación crediticia, concedida al menos por una agencia reconocida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que no sea inferior a la que tuviera atribuida la Comunidad Autónoma de Canarias. Los valores representativos de la deuda de la Comunidad Autónoma de Canarias deberán constituir en todo caso un porcentaje no inferior al 25 por 100 del activo del fondo, o bien un porcentaje no inferior al 5 por 100 del saldo vivo, de dichos valores, en circulación en el mercado de deuda pública en anotaciones. Al ser fondos de inversión de carácter mixto, los recursos del fondo se podrán invertir, en un porcentaje que no excederá el 25 por 100 del activo de aquél, en valores de renta variable negociados en mercados organizados, emitidos preferentemente por empresas con domicilio social en Canarias, o por entidades europeas, siempre que los valores formen parte, en este caso, de algunos de los índices bursátiles de los países pertenecientes a la Unión Monetaria Europea, o de algún índice bursátil común a esos países. Además, un 5 por 100, como máximo, del activo del fondo podrá ser invertido en valores negociables no cotizados en

mercados organizados. En cuanto a las operaciones con derivados, el fondo sólo podrá operar con el exclusivo propósito de cubrir los riesgos de su cartera.

Gráfico 11.- Inversión del patrimonio de los Eurocanarias mixtos



FUENTE: Elaboración propia a partir de la Orden de 18 de junio de 1999 por la que se convoca la selección de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva para la constitución y difusión de fondos de inversión mobiliaria en deuda de la Comunidad Autónoma de Canarias y se delegan facultades en el director general del Tesoro y Política Financiera.

La aportación mínima de los partícipes no podrá exceder de cincuenta mil pesetas, mientras que la suma de las comisiones y de los gastos cargados anualmente al fondo, por todos los conceptos, no podrá exceder del 1,75 por 100 del valor del patrimonio medio diario de aquél durante el ejercicio. Además, sólo se podrá repercutir individualmente a los partícipes una comisión de reembolso cuando no medien más de doce meses entre la fecha en que haya de surtir efectos el reembolso que se solicite y la de suscripción de las participaciones que se reembolsan.

La Consejería de Economía y Hacienda asume una serie de compromisos con las sociedades gestoras elegidas, entre los que destacan la cesión del uso no exclusivo de la marca comercial del fondo Eurocanarias que corresponda y de sus logotipos y signos identificativos, con la única finalidad de que aquélla comercialice dicho fondo, así como la prestación de apoyo publicitario para la promoción de los "fondos Eurocanarias". El convenio se entenderá prorrogado tácitamente por períodos de doce meses, salvo expresa denuncia acordada por cualquiera de las partes, y la Consejería de Economía y Hacienda estará facultada para suspender o resolver de forma unilateral el convenio que se hubiera suscrito con la sociedad gestora, en el caso de que la CNMV acuerde iniciar un expediente sancionador por una posible infracción grave, o muy grave, cometida por la sociedad gestora, cuando la sociedad gestora incumpla sus obligaciones.

Como en los casos anteriores, se ha desarrollado en mayor medida la fórmula mixta en detrimento de los fondos de renta fija por las razones apuntadas anteriormente, tal y como reflejan los datos de la tabla 5.

Tabla 5.- Fondos de inversión Eurocanarias FIM (31/12/2000)

NOMBRE DEL FONDO	GESTORA	PATRIMONIO (en miles de euros)	PARTÍCIPES
Ahorro Corporación Eurocanarias, Renta Fija, FIM	Gesinca Inversiones	3.241	315.491
Ahorro Corporación Eurocanarias Mixto, FIM	Gesinca Inversiones	3.139	326.330
Renta 4, Eurocanarias Mixto, FIM	Renta 4 Gestora	777	80.790
BBVA Eurocanarias Mixto, FIM	BBVA Gestión	781	11.519
Santander Eurocanarias Mixto, FIM	BSCH Gestión	9.233	147.942
BCH Eurocanarias Mixto, FIM	BSCH Gestión	3.276	52.355

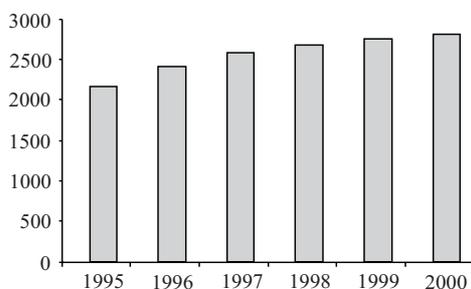
FUENTE: Consejería de Economía de Canarias.

3. PROPUESTA DE FONDOS DE INVERSIÓN ESPECIALIZADOS EN DEUDA PÚBLICA DE LA COMUNIDAD DE GALICIA

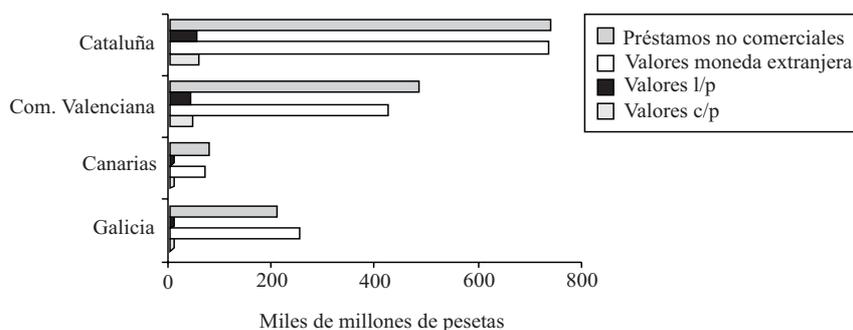
A la vista de los ejemplos anteriores, se suscita la posibilidad de crear un intermediario financiero instrumentado en fondos de inversión y que contribuya a la difusión y comercialización de los títulos representativos de la deuda pública gallega, así como a la demanda de títulos de renta fija privada. En este sentido se debe prestar atención a las similitudes existentes entre la estructura del endeudamiento y de sus instrumentos financiadores existentes entre las comunidades autónomas mencionadas anteriormente.

El endeudamiento de la Comunidad gallega sufre una tendencia al alza, tal y como se representa en el gráfico 12, aunque se puede afirmar que el nivel de endeudamiento es perfectamente equiparable al de las comunidades del grupo al que pertenece, que son las que han asumido las competencias siguiendo el artículo 151 (Caramés y Lago, 1998, p. 15). El origen del endeudamiento de la Comunidad se relaciona con el intenso esfuerzo inversor que se desarrolló a partir de la incorporación de España a la CEE en 1986 y la asunción de competencias, especialmente las de sanidad, lo que requiere la obtención de fondos adicionales. No obstante, en los años noventa se establece a partir de la Administración Central un mayor rigor presupuestario y la definición de políticas de endeudamiento racionales. Así, los escenarios de consolidación presupuestaria entre el gobierno central y los autonómicos permiten un acceso ordenado al endeudamiento, preservando la estabilidad financiera y la credibilidad frente a los mercados de capitales. Se pretende de esta forma reducir el déficit, mejorar la gestión financiera y diversificar los instrumentos de financiación⁶.

⁶ Véase a este respecto Ezquiaga y Pirelli (1998, pp.16-18).

Gráfico 12.- Endeudamiento de la Comunidad gallega materializado en valores y créditos no comerciales

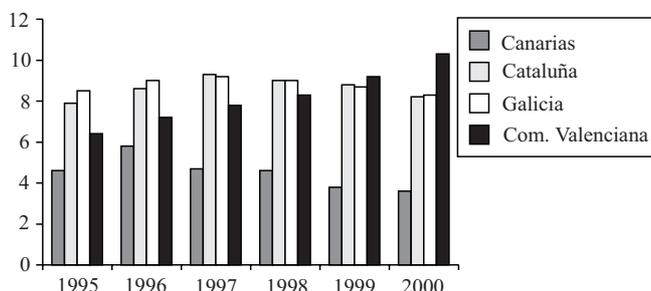
FUENTE: Elaboración propia a partir de Banco de España: *Boletín Estadístico* (varios números).

Gráfico 13.- Estructura de la financiación de la deuda (valor absoluto a 31/12/2000)

FUENTE: Elaboración propia a partir de Banco de España: *Boletín Estadístico* (varios números).

Si comparamos el importe total de la deuda respecto a las comunidades analizadas en este trabajo, todas ellas en el mismo nivel competencial que Galicia, se observa que tanto Cataluña como la Comunidad Valenciana presentan unos niveles más elevados en todos los instrumentos crediticios mientras que Canarias es la que presenta unos niveles más reducidos, aunque la comparación no resulta homogénea debido a que estas comunidades tienen una población más elevada, así como unas cifras de magnitudes macroeconómicas diferentes. La adecuada comparación debe formularse en términos relativos, por lo que podemos usar un deflactor habitual como el PIB utilizando la *ratio* deuda/PIB, tal y como se presenta en el gráfico 14.

La evolución a lo largo de los últimos años de la *ratio* deuda/PIB no ha presentado una tendencia clara, a excepción de la Comunidad Valenciana, donde aumenta claramente. Galicia presenta durante todos los años un nivel muy similar al de Cataluña, mientras que Canarias también es la que presenta un nivel más reducido.

Gráfico 14.- Evolución de la *ratio* deuda/PIB

FUENTE: Elaboración propia a partir de Banco de España: *Boletín Estadístico* (varios números).

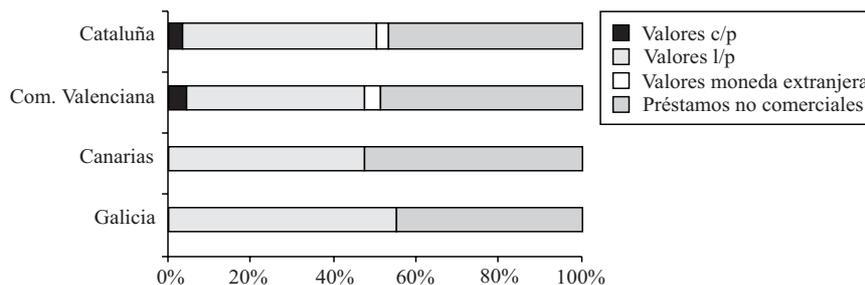
A la vista de estos datos y en términos cuantitativos, el nivel de endeudamiento en Galicia ocupa un nivel intermedio con respecto a las comunidades autónomas que han desarrollado fondos de inversión autonómicos, por lo que en este aspecto no parece existir un impedimento para que en Galicia se puedan desarrollar fondos de este tipo y con la misma finalidad que los enumerados para Cataluña, para la Comunidad Valenciana y para Canarias. Además, de entre las comunidades que han desarrollado sus estatutos de autonomía a partir del artículo 151, todas ellas han desarrollado fondos de inversión autonómicos, con las únicas excepciones de Andalucía y de Galicia.

Otro aspecto de interés para conocer la viabilidad de los fondos de inversión autonómicos especializados en deuda pública es la estructura de los valores emitidos para financiar el déficit. En este sentido, y a la vista de los datos aportados en el gráfico 15, todas las comunidades analizadas presentan una cobertura a través de valores a largo plazo en valores próximos al 50%. Estos títulos serán susceptibles de ser adquiridos por los fondos de inversión. Con respecto a los valores a corto plazo, desataca en Galicia su inexistencia debido a que la Xunta cierra sus ejercicios presupuestarios con endeudamiento a corto plazo nulo por la ausencia de tensiones de liquidez o tesorería, tal y como señalan Ezquiaga y Pirelli (1998, p. 101). A la vista de estos datos se constata la imposibilidad de fomentar fondos de inversión monetarios del tipo FIAMM, teniendo que considerar únicamente la creación de los especializados en títulos a medio y a largo plazo del tipo FIM. Además, se vuelve a comprobar la similitud de la estructura de endeudamiento entre las comunidades precursoras analizadas y la de Galicia, lo que avala la posibilidad de una iniciativa de este tipo.

Al analizar el endeudamiento de las comunidades materializado en valores no hay que obviar un factor importante para asegurar la colocación de estos títulos y que posibilite su mantenimiento en carteras de inversión institucional, como es la calificación crediticia o *rating*. En este sentido, la clasificación más completa, tal y como se presenta en la tabla 6, es la facilitada por Estándar & Poors, que califica

todas las comunidades analizadas en la misma categoría AA-. De nuevo encontramos un dato que introduce la comparabilidad entre los valores de deuda emitidos por la Comunidad gallega y los del resto de comunidades que han promovido fondos de inversión autonómicos.

Gráfico 15.- Estructura de financiación de la deuda (porcentajes a 31/12/2001)



FUENTE: Elaboración propia a partir de Banco de España: *Boletín Estadístico* (varios números).

Tabla 6.- Rating a largo plazo de CC.AA. a 1 de junio de 1999

	Moody's	S&P	Fitch & IBCA
Cataluña	A1	AA-	AA-
Galicia		AA-	
Com. Valenciana	Aa3	AA-	
Canarias		AA	

FUENTE: Ezquiaga y Ferrero (1999, p. 185).

Además, para asegurar la liquidez de las emisiones, los valores de deuda pública gallega se negocian en el mercado de deuda pública anotada, aunque otras comunidades como Cataluña o el País Vasco se decantan en este sentido por la Bolsa de Barcelona y por la de Bilbao, respectivamente (Ezquiaga y Ferrero, 1999, pp. 36-37)..

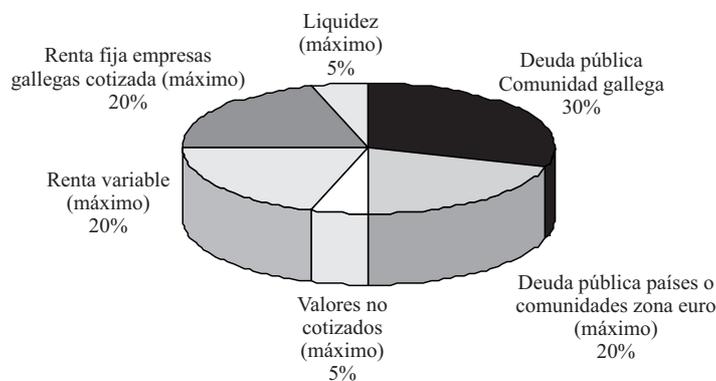
Ante todos los datos expuestos en este apartado producto de la comparación de la estructura, cuantía, materialización y calificación crediticia del endeudamiento entre las comunidades autónomas que han desarrollado fórmulas de inversión colectiva especializadas en el ámbito autonómico, se ha verificado que Galicia presenta unas *ratios* y unas magnitudes que se sitúan en un nivel intermedio entre la Comunidad Valenciana y Cataluña, por un lado, y Canarias por el extremo inferior. Por ello, se cumplen los requisitos necesarios para promover una fórmula de fondos de inversión especializados en deuda pública autonómica.

Por lo que se refiere a las características concretas que deberían presentar estos fondos, se debe tener en cuenta para su especificación las condiciones de mercado para ofrecer un producto de inversión atractivo a los inversores, los objetivos pretendidos con su desarrollo y la experiencia previa del resto de comunidades.

La evolución de los tipos de interés en los últimos años ha marcado que la rentabilidad de la renta fija sea reducida, tanto en el corto como en el largo plazo. Por este motivo se desaconseja la implantación de fondos de inversión específicos de renta fija, considerándose como fórmula más atractiva para los inversores la figura de fondo de inversión mixto FIM. Esta fórmula ya ha sido adoptada en Canarias y en Cataluña. Lógicamente, aunque en la Comunidad Valenciana se hayan desarrollado fondos monetarios del tipo FIAMM, en el caso concreto de Galicia carecen de sentido al no existir emisiones de valores a corto plazo.

Con respecto a la composición concretas de la cartera de inversión, se puede proponer un esquema similar al adoptado por las Comunidades catalana y canaria, marcando partidas específicas para los valores de renta fija de empresas radicadas en Galicia. En concreto, nuestra propuesta, reflejada en el gráfico 16, marca un 5% para la no cotizada y un 20% para la cotizada en mercados secundarios oficiales. Con respecto al porcentaje dedicado a los títulos de deuda pública gallega se marca un tope del 30% del patrimonio, pudiendo completar la cartera con deuda pública nacional de países europeos o de otras comunidades, lo que facilitará una mayor oferta de títulos y operaciones para delimitar en mejor medida la duración de la cartera de renta fija. Para diversificar la cartera se complementa con la posibilidad de adquisición de acciones, lo que le confiere el carácter de mixto, hasta un tope del 20%, para que prevalezca la renta fija.

Gráfico 16.- Propuesta de inversión del patrimonio de los fondos especializados en Galicia



FUENTE: Elaboración propia.

Con este delineamiento de la cartera de inversión se intenta conseguir un doble objetivo: por una parte, favorecer la demanda de los títulos de deuda pública por inversores institucionales y que éstos constituyan un intermediario financiero válido para hacerlos llegar a los inversores finales; y, en segundo lugar, fomentar que la inversión institucional demande títulos de renta fija emitidos para financiar empresas radicadas en Galicia, lo que incentivará que éstas se cuestionen recurrir a los

mercados de capitales para la renta fija. Además, para aquellas empresas que no puedan acceder a él se propone un coeficiente de inversión materializable en títulos de renta fija no cotizados.

En el caso de que la Administración autonómica considere su legislación y desarrollo, para iniciar su comercialización se puede demandar la actuación como promotores de las entidades financieras con sede en Galicia, que cuentan con un potencial y con una base de clientes relevante, aunque sin descartar a los grupos financieros nacionales que, al igual que en otras comunidades autónomas, pueden estar interesadas en comercializar fondos de inversión con estas características, que muy bien podrían denominarse *fondos de inversión Fondgalicia mixto FIM*.

4. CONCLUSIONES

El desarrollo de los fondos de inversión en España ha tenido una estrecha relación con los mercados de deuda pública. Esto ha sido motivado principalmente por la promoción de una categoría de fondos –los Fondtesoro– por parte del Tesoro Público para intentar corregir deficiencias en la comercialización de deuda pública en el mercado secundario. En concreto, se intentó promover la inversión institucional para incrementar la vida media a través de compras en firme. Esta actuación incidió en gran medida en el espectacular desarrollo que han experimentado los fondos de inversión en nuestro país en la década de los años noventa. Algunas administraciones autonómicas, partiendo del mismo esquema básico, y a través de convenios que, en su esencia, se asemejan en gran medida al desarrollado por el Tesoro Público, han promovido fondos de inversión que invierten la mayor parte de su patrimonio en deuda pública regional. Ordenadas de manera cronológica, éstas son la Comunidad Valenciana, Cataluña y Canarias. En los dos últimos casos, se abandona el criterio de inversión en renta fija para flexibilizar la fórmula y permitir el mantenimiento de acciones configurando de esta manera fondos de inversión mixtos. Además, permiten la inversión en renta fija de empresas privadas ligadas a la comunidad de origen.

El desarrollo cuantitativo de estos fondos ha sido limitado debido a su especificidad geográfica, a la escasa rentabilidad común para la generalidad de los fondos de renta fija y, en el caso catalán y canario, por el escaso tiempo transcurrido desde su comercialización. En todo caso, constituyen iniciativas que deben ser consideradas por otras comunidades del mismo nivel competencial, como pueden ser Galicia o Andalucía.

En el caso concreto de Galicia, y una vez analizada la estructura del endeudamiento de forma comparativa con las restantes comunidades autónomas analizadas en cuanto a cuantía, estructura, materialización y calificación crediticia, todos los resultados avalan la viabilidad del desarrollo de fondos de inversión especializados en deuda pública gallega.

La propuesta concreta que se presenta en este trabajo se plasma en fondos de renta fija mixtos que contemplen la posibilidad de invertir, además de en títulos de deuda pública de Galicia, en títulos de renta fija emitida por empresas privadas, independientemente de que esté cotizada en mercados secundarios oficiales y en acciones en bolsa.

En nuestra opinión, el desarrollo de estos fondos alcanzaría unas magnitudes intermedias entre las obtenidas en Canarias, por el extremo inferior, y en Cataluña y en la Comunidad Valenciana, como límite superior. Su implantación, además, tendría efectos beneficiosos en la negociación y en la demanda de los valores de deuda pública, así como en la financiación a través de emisión de valores de renta fija de empresas privadas gallegas.

BIBLIOGRAFÍA

- AFI (1997): *Sistema Financiero Español. 1987-1997*. Madrid: Escuela de Finanzas Aplicadas.
- BANCO DE ESPAÑA: *Boletín Estadístico* (varios números).
- CANARIAS (Comunidad Autónoma) (1999): Orden de 18 de junio de 1999 por la que se convoca la selección de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, para la constitución y difusión de fondos de inversión mobiliaria en deuda de la Comunidad Autónoma de Canarias, y se delegan facultades en el director general del Tesoro y Política Financiera.
- CARAMÉS VIÉITEZ, L.; LAGO PEÑAS, S. (1998): *Gobiernos autonómicos y sostenibilidad de la deuda pública: el caso de la Xunta de Galicia*. (Documento de Trabajo). Universidad de Santiago de Compostela, Departamento de Economía Aplicada.
- CASADEJÚS, M. (1997): "Los fondos de inversión: breve historia de un instrumento de futuro", *Actualidad Financiera*, núm. monográfico, 1^{er} trim.
- CATALUÑA (Comunidad Autónoma). Consejería de Economía y Finanzas (1998): Orden de 25 de noviembre de 1998 por la que se da publicidad a los convenios de colaboración para la constitución de fondos de inversión bajo la denominación Fonstresor Catalunya, y se establecen los requisitos y condiciones a cumplir por las entidades participantes.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (1989): *Informe anual*.
- CONTRERAS, C. (1993): "Un balance de la guerra de los fondos de inversión", *Papeles de Economía Española*, núm. 54.
- ESTEBAN GIL, D.; OREGUI, V. (1992): "Fondos de inversión, planes de pensiones y EPSV", en *Nuevos enfoques de gestión bancaria*. Bilbao: Universidad de Deusto.
- EZQUIAGA, I.; PIRELLI, O. (1998): *Endeudamiento para el desarrollo. El esfuerzo inversor de la Xunta de Galicia: su financiación y sus efectos sobre la economía*. Madrid: Consultores de las Administraciones Públicas.
- EZQUIAGA, I.; FERRERO, A. (1997): "Descentralización espuria vs ortodoxa. El caso de las Comunidades Autónomas", *Cuadernos de Información Económica*, núm. 128.
- EZQUIAGA, I.; FERRERO, A. (1999): *El mercado español de deuda pública en euros*. Madrid: Escuela de Finanzas Aplicadas.

- FERNANDEZ DE LARRINOVA LUBIANO, J.R. (1996): “Consideraciones sobre el presente y el futuro de los fondos de inversión en España”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 55.
- GARCÍA VAQUERO, V. (1991): “Los fondos de inversión en España”, *Boletín Económico del Banco de España*, (diciembre).
- GARCÍA, L.; JANNONE, N. (1999): *La deuda autonómica en los mercados de capitales*. Madrid: Civitas.
- GARRIDO SÁNCHEZ, I. (1991): “Las cuentas directas y los fondos de inversión Fondtesoro en la política de deuda del Estado”, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 35.
- RODA, F. DE (1991): “Las instituciones de inversión colectiva”, *Papeles de Economía Española*, núm. 49.
- RUBIO, A.; SANZ, B. (2000): “El endeudamiento autonómico. Las estadísticas del Banco de España”, *Papeles de Economía Española*, núm. 83, pp. 147-167.
- UTRILLA DE LA HOZ, A. (2000): “Consolidación fiscal y endeudamiento regional: evolución y perspectivas”, *Papeles de Economía Española*, núm. 83, pp. 168-183.
- VALENCIA (Comunidad Autónoma). Consejería de Economía y Hacienda (1991): Orden de 25 de enero de 1991 sobre convenios relativos a fondos de inversión en deuda pública, *Diario Oficial de la Generalitat Valenciana* de 27 de enero.