

EL MERCADO
ITALIANO
DE
DEUDA PÚBLICA

Gabriel Quirós

EL MERCADO ITALIANO DE DEUDA PÚBLICA

Gabriel Quirós (*)

(*) Agradezco los comentarios de Javier Aríztegui y Gonzalo Gil. El estudio también se ha beneficiado de las conversaciones mantenidas con diversos especialistas del mercado italiano, entre los que debo mencionar a M. Giannelli y F. Pettini, de Credito Italiano, G. Gorno, de J. P. Morgan, y, muy especialmente, a L. Capomassi y F. Drudi, del Banco de Italia. En la edición del trabajo han colaborado J. Esteban, P. García Ramos e I. Iglesias. No obstante, la responsabilidad del análisis y de posibles errores u omisiones es exclusiva ~~del~~ autor.

El Banco de España al publicar esta serie pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

ISBN: 84-7793-339-1

Depósito legal: M-30067-1994

Imprenta del Banco de España

R E S U M E N

El análisis del mercado italiano de deuda pública debe tomar como punto de partida la elevada tasa de ahorro de las familias, que ha permitido financiar históricamente el déficit público. La demanda de títulos públicos de los agentes residentes se ha caracterizado por una elevada preferencia por la liquidez y aversión al riesgo de interés, lo que ha condicionado el tipo de instrumentos, favoreciendo las letras del Tesoro y los bonos a tipo variable. La diversificación de la demanda y de los instrumentos utilizados (en especial, el aumento del peso de bonos a largo plazo a tipo fijo) ha impulsado las medidas adoptadas para canalizar la inversión exterior, que ha fluido con intensidad a lo largo de 1993. Sin embargo, el creciente protagonismo de agentes financieros no residentes ha provocado un grado notable de deslocalización de la negociación y contratación de los títulos italianos. En este contexto, en el primer semestre de 1994 se ha llevado a cabo una amplia y sustancial reforma de los mercados secundario y primario.

I N D I C E

- 1. INTRODUCCIÓN**
- 2. RESUMEN**
- 3. ASPECTOS FUNDAMENTALES**
 - 3.1. La economía italiana**
 - 3.2. El ahorro de las familias**
- 4. INSTRUMENTOS Y MERCADO PRIMARIO**
 - 4.1. Instrumentos negociables**
 - 4.2. Mercado primario de títulos negociables**
 - 4.3. Coordinación entre Tesoro y Banco de Italia**
 - 4.4. Instrumentos no negociables**
- 5. DISTRIBUCIÓN POR TENEDORES DE LA DEUDA PÚBLICA NEGOCIABLE**
- 6. ORGANIZACIÓN DEL MERCADO SECUNDARIO**
 - 6.1. El mercado bursátil**
 - 6.2. El mercado telemático**
- 7. OPERATIVA EN EL MERCADO SECUNDARIO: MERCADO TELEMÁTICO Y MERCADO "OVER THE COUNTER"**
- 8. LA REFORMA DEL MERCADO TELEMÁTICO**
 - 8.1. Medidas dirigidas exclusivamente a los no residentes**
 - 8.2. Medida favorecedora del mercado telemático frente al OTC**
 - 8.3. Medidas destinadas a aumentar la eficiencia del mercado telemático**

1. INTRODUCCIÓN

En este trabajo, se desarrollan los aspectos más importantes del mercado italiano de deuda pública. El mercado italiano es el tercer mercado del mundo por valor del saldo de deuda pública, detrás de Estados Unidos y Japón. En el contexto europeo, supera el valor conjunto de la deuda pública de Reino Unido y Francia.

La motivación del estudio radica en que los inversores han exigido históricamente una rentabilidad similar a los valores de referencia de los mercados español e italiano (de hecho, suelen formar un grupo de bonos europeos de "alta rentabilidad"), por lo que un mejor conocimiento del mercado alternativo parece conveniente. Su oportunidad se justifica porque, durante el primer semestre de 1994, se ha producido una amplia y sustancial reforma del mercado italiano.

En el siguiente apartado, se adelanta un breve resumen. En el apartado 3, se exponen algunos rasgos generales de la economía italiana, entre los que sobresale la elevada tasa de ahorro de las familias. El apartado 4 trata de los tipos de instrumentos y de las características de su mercado primario, en el que destaca, por su singularidad entre los mercados desarrollados, la importancia de la deuda a medio y largo plazo a tipo variable. El apartado 5 recoge la distribución de la deuda por tenedores. En el siguiente apartado, se expone la organización del mercado secundario, centrándose en el mercado telemático. En el apartado 7, se identifican y analizan sus principales deficiencias, y, por último, se analiza la reforma que se ha llevado a cabo.

2. RESUMEN

El endeudamiento acumulado de la República de Italia es el resultado de un desequilibrio presupuestario intenso y persistente en los últimos 25 años (gráfico 1). A pesar de que el déficit primario ha tendido a disminuir desde 1983 hasta valores negativos en los dos últimos años, la carga financiera de la deuda ha continuado aumentando su participación en el PIB.

En ese marco, se ha planteado la posible existencia de problemas de sostenibilidad de la deuda y de riesgo de crédito. Sin embargo, la evidencia empírica no parece confirmarlos. En este trabajo, se parte de la altísima tasa de ahorro de las familias italianas como razón fundamental que explica la permanente disponibilidad de fondos por el sector público. A su vez, el sistema fiscal incentiva que la materialización del ahorro de las familias sea en títulos públicos. El resultado es una demanda amplia y estable.

Es comprensible, por tanto, que la política de oferta y el desarrollo del mercado hayan estado condicionados por las características de esta demanda. En cuanto a la política de emisiones, ha debido de satisfacer una clara preferencia por la liquidez y aversión al riesgo de interés. Esto explica que, en la composición por instrumentos de la deuda pública, las letras del Tesoro y los bonos indicados a tipos a corto plazo hayan ocupado históricamente la mayor parte de la misma.

Esta composición de la deuda ha podido implicar un cierto grado de incompatibilidad con el régimen cambiario del SME (en presencia de desequilibrios fundamentales de la economía italiana), ya que el mantenimiento de altos tipos de interés a corto plazo, requeridos para asegurar el cumplimiento de los compromisos cambiarios, se ha transmitido con facilidad a la carga financiera de la deuda.

En esa situación, es comprensible que, a pesar de la amplitud y estabilidad de la base del mercado, las autoridades monetarias italianas estén tratando, en los últimos años, de atraer la inversión exterior, con la doble finalidad de diversificar la demanda y de llevar a cabo una sustitución de deuda a corto plazo y a largo plazo a tipo variable, por bonos a tipo fijo.

Este objetivo se ha cumplido en 1993. En años anteriores, sin embargo, la inversión exterior no había fluido como en otros países europeos. Las razones de este retraso parecen explicarse por motivos diversos: inestabilidad política, insuficiencias en el funcionamiento del mercado, alto riesgo de tipo de cambio y segmentación fiscal.

Sin embargo, la compra masiva de títulos públicos italianos por no residentes ha originado el fenómeno de la deslocalización: en 1993, según estimaciones recogidas por el Banco de Italia, el volumen de negociación del mercado oficial principal (denominado "telemático") fue inferior al registrado en el mercado paralelo, over the counter.

La deslocalización ha provocado una disminución de la liquidez del mercado telemático, lo que ha generado un círculo vicioso que tiende a concentrar la liquidez de los títulos italianos en algún centro financiero internacional (concretamente, Londres) y en el que la negociación se realiza en el mercado no oficial. Una cierta explicación de lo sucedido radica en que las dimensiones del saldo de deuda pública italiana permiten unas posibilidades extraordinarias de negocio para los brokers de los centros financieros internacionales: cuando la contratación directa entre no residentes de títulos italianos ha alcanzado un umbral determinado, se produce una oferta de servicios de intermediación muy competitiva, que refuerza la deslocalización. Lo sucedido en el mercado secundario se ha unido a la situación del mercado de futuros, en el que la negociación en Liffe y en Mif guarda una relación aproximada de 7 a 3.

En este contexto, las autoridades han implementado un amplio conjunto de reformas en el primer semestre de 1994, destinadas a hacer frente tanto a las deficiencias iniciales del mercado como a la deslocalización del mismo. Entre las medidas adoptadas, cabe destacar la posibilidad de acceso directo de los no residentes al mercado telemático, la creación de un subgrupo de creadores de mercado -que se debe convertir en el auténtico núcleo del mismo-, la reducción de las distorsiones fiscales y la concentración de la liquidez en un número reducido de valores.

3. ASPECTOS FUNDAMENTALES

3.1. La economía italiana

Italia forma parte del grupo de los siete países más industrializados del mundo (el llamado G-7). Existe abundante evidencia de que esta posición fue alcanzada debido a la rápida transformación y crecimiento de la economía italiana en las décadas de los cincuenta y sesenta, mientras que,

durante los años setenta y ochenta, esta economía, como otras europeas entre las que se incluye la española, ha tendido a introducir o consolidar algunas rigideces⁽¹⁾.

En este contexto, el crecimiento del PIB en los diez últimos años ha estado en linea con la media de los países de la Unión Europea, pero su tasa de inflación ha sido superior (en media del periodo, 8,2% frente a 5,5%, aproximadamente).

Entre las fuentes más importantes de las tensiones inflacionistas, se encuentra el reducido grado de competencia en el sector servicios y la intensidad de la presión de los costes laborales, factores también presentes en la economía española. En 1990, con un crecimiento del índice de precios al consumo del 6,5%, la retribución media de los trabajadores dependientes aumentó 10,9% y el crecimiento del coste del trabajo por unidad de producto alcanzó el 9,6%. A pesar de esto, la tasa de paro se ha mantenido estable y relativamente próxima a la media europea, en torno al 11% en los últimos años.

El aspecto negativo más conocido de la economía italiana está constituido por la intensidad del desequilibrio financiero de las administraciones públicas: entre 1973 y 1993, el déficit público ha oscilado entre 9% y 14,5% respecto del PIB, con una media anual del 11,4%. Este desajuste financiero ha llevado el endeudamiento acumulado de las Administraciones Públicas desde el 51,2% en 1973 hasta el entorno del 116% en 1993.

No obstante lo anterior, en los años más recientes, se están produciendo algunos cambios positivos de gran importancia. En primer lugar, una intensa reducción del crecimiento del coste del trabajo por unidad de producto hasta el 1,3% en 1993 (desde el 10% en 1990), mayor que en España, donde ha sido del 3,9%. En segundo lugar, un claro esfuerzo de control del gasto público, que ha tenido como resultado la aparición de un superávit primario en 1992 (1,4% respecto del PIB), por

(1) Entre estas, es obligado citar la indicación salarial y el ineficiente funcionamiento del sector servicios, en especial, del sector público. Véase, por ejemplo, N. Rossi y G. Toniolo (1993) Italy's economic performance, 1945-92, Center for Economic Policy Research, Londres.

primera vez en la historia reciente de Italia. En tercer lugar, el mantenimiento de la política monetaria con un grado de restricción muy similar al español (si se atiende a los tipos oficiales de intervención), a pesar de que la lira italiana está fuera del mecanismo de cambios del SME, desde septiembre de 1992. En consecuencia, y en un contexto de recesión económica (con una caída de la demanda interna de 5% en 1993), la variación media anual del índice de precios de consumo se ha situado, en ese año, en el 4,2%, frente al 4,6% en España y al 3,3% en la Unión Europea.

La combinación de política presupuestaria fuertemente expansiva y amplio diferencial de inflación se ha dado en un marco de progresiva consolidación de liberalización de los movimientos de mercancías y capitales. Esta situación provocó la conocida reacción de la política monetaria, consistente en la aplicación de un alto grado de restricción en los mercados monetarios para defender el tipo de cambio, lo que colaboró a consolidar altos niveles en los tipos de interés a largo plazo. Esto no ha evitado, sin embargo, que la lira italiana, en el periodo 1987-1993, se haya depreciado un 24,7% (medida por el índice de posición efectiva nominal frente a los países industriales). La depreciación nominal de la lira italiana se ha concentrado -como ocurrió con otras monedas débiles del SME- en el segundo semestre de 1992 y primer trimestre de 1993, mientras que, entre 1987 y junio de 1992, solo se había depreciado un 2,5%. De esta forma, el riesgo de cambio -que posiblemente había sido considerado antes muy elevado, a la vista de los desequilibrios fundamentales existentes- se ha reducido en el último periodo, lo que ha favorecido la entrada de flujos de capital en el mercado italiano, en especial en el mercado de deuda pública a lo largo de 1993.

3.2 El ahorro de las familias

Un rasgo macroeconómico fundamental de imprescindible mención respecto al mercado italiano de deuda pública es la elevada propensión a ahorrar de las familias italianas. En efecto: aunque en los últimos años (véase cuadro 2) ha descendido ligeramente como consecuencia del menor crecimiento de la renta, el ahorro financiero neto en 1993 alcanzaba el 12,3% respecto al PIB. Como referencia, se puede citar que, en el caso de

las familias españolas, este era del 7,1%. El mantenimiento de esta pauta de comportamiento en el tiempo ha generado una riqueza financiera -neta de pasivos financieros- equivalente al 136% del valor del PIB en 1992. En cambio, en el caso de las familias españolas, aquella solo alcanzaba el 58%.

Para hacer más consistente la comparación y significado de la alta propensión a ahorrar de las familias italianas, se puede utilizar la información disponible sobre el nivel de endeudamiento de las familias en diversos países europeos. En 1991, este era de 22% respecto al PIB en Italia, frente a 59% en España, 46% en Francia, ó 75% en el Reino Unido. Solo las familias alemanas registraban un endeudamiento inferior a las italianas, 11%, pero en este caso se excluyen las empresas individuales (que en el resto de los países aparecen bajo el apartado de familias). Si la comparación se refiere a la agrupación de familias y empresas no financieras, el caso italiano destaca aún más: el endeudamiento acumulado por este grupo en 1991 alcanza solo el 81% del PIB, frente a valores comprendidos entre 120% y 148% en los otros cuatro países mencionados.

A la generación de una elevadísima riqueza financiera neta de pasivos, se añade la distribución de la misma. En el cuadro 3, se puede observar cómo, en 1992, la cartera de títulos negociables de las familias italianas representaba la tercera parte de su riqueza, lo que constituye un fenómeno único entre los principales países industriales: en estos, la -menor- riqueza financiera de las familias materializada en títulos públicos oscilaba entre 4% y 18%.

En consecuencia, en términos de flujos financieros intersectoriales, la economía italiana constituye un caso diferenciado con respecto a las economías desarrolladas más importantes, caracterizada por la magnitud de la financiación otorgada por las familias a las Administraciones Públicas. A pesar de ello, el resultado final de los flujos intersectoriales ha sido una cierta dependencia de la economía italiana del ahorro exterior, como refleja el déficit de la balanza por cuenta corriente, con una media de 1,8% respecto al PIB en el periodo 1990 a 1992. En cualquier caso, esta dependencia es menor que la de otros países en el mismo período: en concreto, Reino Unido y España, cuyas cifras correspondientes se elevan a 2,0% y 3,3%, respectivamente. Incluso en 1993, ha registrado un

superávit por cuenta corriente de 0,7%, solo superado, en el grupo de países mencionados, por Francia. Por tanto, el alto nivel de ahorro del sector privado italiano ha evitado que el desequilibrio financiero del sector público se haya traducido en un déficit insostenible de la balanza de pagos: por el contrario, la apelación a la financiación externa no ha sido superior a la de otros países de su entorno económico.

En definitiva, de la simple aproximación macroeconómica que se acaba de realizar, se puede afirmar, desde la óptica del mercado de deuda pública, que, a pesar de la intensidad de los desequilibrios financieros del sector público, se han dado condiciones para el mantenimiento de la estabilidad y sostenibilidad del mismo. También se puede argumentar que la sostenibilidad del déficit en un sector público como el italiano depende, fundamentalmente, del comportamiento de otros sectores de la economía y que la relación entre el crecimiento de la misma y el coste de la deuda puede ser secundaria en ese contexto: en definitiva, que los límites del endeudamiento del sector público están, prioritariamente, determinados por la capacidad de ahorro del resto de la economía⁽²⁾.

Las consideraciones anteriores, por otra parte, hacen comprensible que los inversores en títulos italianos no parezcan haber percibido un riesgo de crédito sensiblemente superior al de otros estados europeos soberanos, como el español, a pesar de las diferencias en su endeudamiento. Esta ausencia de prima de riesgo de crédito ha sido confirmada por algunos análisis empíricos, como el de Giovannini y Piga⁽³⁾ (1992), que, a pesar de utilizar otra línea interpretativa, pueden encontrar una base argumental en lo ya expuesto.

Como se ha mencionado también antes, el amplio flujo de ahorro se invierte preferentemente en deuda pública, lo que está incentivado por las características del sistema fiscal. En general, el sistema fiscal italiano

(2) En este sentido, la economía italiana podría interpretarse aparentemente como un caso de equivalencia ricardiana. Sin embargo, las características del sistema fiscal pueden explicar el fenómeno sin necesidad de utilizar unos supuestos tan restrictivos como los que son necesarios en ese modelo interpretativo.

(3) Understanding high interest rates on Italian Government Securities. Center for Economic Policy Research, Londres.

define un cierto tratamiento favorable de los títulos públicos, especialmente en el caso de las personas físicas⁽⁴⁾. El punto de partida es que, sobre cualquier tipo de rendimiento de la inversión en títulos públicos, se aplica una retención de 12,5%. Esto incluye no solo los rendimientos explícitos (el cupón), sino también los rendimientos implícitos de los instrumentos emitidos a descuento (letras del tesoro), el premio de emisión (cuando lo haya), así como las ganancias de capital obtenidas por operaciones en el mercado secundario. La aplicación de la retención libera al contribuyente de cualquier otro tipo de obligación fiscal. En cambio, los demás tenedores residentes (empresas financieras y no financieras) habrán de incluir, en la base imponible de sus respectivos impuestos, los rendimientos obtenidos y deducir la retención aplicada, como sucede en España.

Por último, un hecho que debe ser destacado es que en Italia no se ha dado el fenómeno de la intermediación bancaria, característico del mercado de deuda español. Esto se debe a diversas razones, como son las diferencias existentes entre el tratamiento de las tenencias en firme y temporales de títulos públicos en Italia y en España. El rendimiento generado por la adquisición temporal de títulos públicos viene sujeto a la retención común del 12,5%: esto iguala el tratamiento fiscal de las adquisiciones en firme y temporales para los ahorradores italianos, lo que se refleja tanto en la menor cartera de títulos públicos en el balance de las entidades de crédito como en la solidez de la demanda directa de las familias, lo que contrasta con lo ocurrido en España.

4. INSTRUMENTOS Y MERCADO PRIMARIO

En el cuadro 4⁽⁵⁾, se presenta la distribución del saldo de deuda

(4) Se ha producido una reducción de las distorsiones fiscales existentes. Los títulos públicos estaban exentos, incluso de retención, hasta septiembre de 1986. Las emisiones realizadas entre esta fecha y noviembre de 1987 estuvieron sujetas a una retención del 6,25%. A partir de entonces, rige la normativa actual.

(5) En las estadísticas oficiales, el Banco de Italia aparece bajo el título BI-UIC: se trata del balance consolidado del Banco de Italia y la Oficina Italiana de Cambios, que es una agencia relacionada con el primero, creada con la única finalidad de gestionar y rentabilizar las reservas de divisas.

pública⁽⁶⁾ por instrumentos, entre 1970 y 1993. Una primera distinción se refiere a deuda externa, endeudamiento acumulado frente al Banco de Italia, y frente a otros agentes residentes.

Como se puede observar, si bien la apelación directa a los mercados internacionales ha aumentado en el último periodo, esta se ha situado por debajo del 4% del total, salvo en 1993, en que ha experimentado un salto hasta el 6,3%⁽⁷⁾.

El endeudamiento acumulado frente al Banco de Italia (incluyendo la cartera de títulos públicos) se ha ido reduciendo desde la cota del 30% al inicio del periodo hasta el 10% en 1993⁽⁸⁾. Destaca el hecho de que la financiación del Banco de Italia al Tesoro ha tendido a ser prioritariamente indirecta, a través de la cartera de títulos públicos, a medio y largo plazo, antes que por la vía del recurso, lo que contrasta con lo sucedido en España y coincide con el caso británico. Por esta razón, cabe afirmar que la financiación obtenida por el Tesoro italiano del banco central resultaba más cara, ya que el recurso, o bien tenía un coste cero para el Tesoro, o bien -como en Italia- un coste muy reducido: el 1%.

En el mercado interno, excluido el Banco de Italia, es conveniente distinguir entre deuda negociable y no negociable. A su vez, los pasivos no negociables están compuestos por dos conceptos bien distintos: el crédito del sistema bancario al sector estatal y los pasivos captados por la oficina postal. La primera fuente de financiación es marginal. En cambio,

(6) La agrupación de instituciones públicas a la que se refiere este y el resto de los cuadros es el denominado *sector estatal*, definido por el conjunto formado por el Tesoro, la Caja Postal, la "Cassa di Depositi e Prestiti" y empresas públicas (ferrocarriles, teléfonos, etc.).

(7) El cambio experimentado en 1993 puede asociarse fácilmente a la fuerte disminución del riesgo de tipo de cambio, tras la salida de la lira del mecanismo de cambios del SME y su depreciación.

(8) La financiación del Banco de Italia al Tesoro ha estado, hasta 1993, constituida por dos componentes: el acceso automático del Tesoro al crédito del Banco y la adquisición de títulos públicos del mismo. Hasta ese año, el Tesoro podía aumentar su endeudamiento anual con el Banco por un importe de hasta el 14% del gasto presupuestado del Estado. Además, el Banco de Italia ha mantenido históricamente una cartera de títulos públicos muy abultada; hasta 1981, rigió la imposición legal de que el Banco había de adquirir automáticamente en el mercado primario toda la deuda "no colocada" en las emisiones del Tesoro (la diferencia entre el objetivo del Tesoro y las adjudicaciones).

la segunda sigue aportando una financiación significativa, próxima al 9%.

En cuanto a los títulos negociables, destaca la preponderancia histórica de los títulos a medio y largo plazo sobre los títulos a corto plazo. A continuación, se presentan las características más destacadas de los mismos.

4.1 Instrumentos negociables

Existen 6 tipos de títulos negociables. En algunos de estos títulos, hay diversos plazos de emisión; si la distinción incluye el plazo de emisión, el número se eleva a 13. Esta variedad de instrumentos ha sido considerada, recientemente, como un problema del mercado italiano, antes que una virtud. Esto es comprensible porque la negociación en el mercado secundario se puede dispersar excesivamente, disminuyendo la liquidez de los instrumentos más importantes. En consecuencia, en los últimos años se ha tendido a concentrar la financiación a través de cuatro instrumentos y a reducir el número de plazos disponibles por instrumento.

En el cuadro 5, se puede observar la importancia relativa de cada uno de los instrumentos, entre 1989 y el primer trimestre de 1994. Destaca que los tres principales instrumentos, en conjunto, han alcanzado una participación muy estable en el total de la deuda pública negociable a lo largo del período, en torno al 88%.

La vida media de la deuda (véase gráfico 4) ha seguido una evolución en la que se pueden distinguir con claridad tres períodos en los últimos quince años. La vida media aumentó continuamente desde menos de un año en 1981 hasta 3 años y 10 meses en 1986. Esto fue el resultado del incremento de la vida media de los bonos a tipo variable, CCT, hasta 5 años y 11 meses. A partir de este año, la disminución de las emisiones netas de CCT acortaron su plazo medio residual y, por consiguiente, el del total de la deuda, hasta 2 años y 4 meses en 1990.

Precisamente, el retroceso en el objetivo de alargamiento de la vida media en los años centrales de la década anterior puede haber constituido una motivación de la reforma del mercado secundario, que se proyectó en

esa época y se implementó en mayo de 1988 (como se expondrá en el apartado 6).

El instrumento negociable más antiguo es la letra del Tesoro (Buoni Ordinari del Tesoro, BOT). Surgió en 1975, como consecuencia inmediata del extraordinario crecimiento del déficit público primario y en un contexto de tasas elevadas de inflación,⁹ que dificultaban la emisión de instrumentos a medio y largo plazo. En la actualidad, se utilizan tres plazos de emisión: 3, 6 y 12 meses. La vida media del saldo de letras del Tesoro en marzo de 1994 era de 5 meses y 4 días. La existencia de un saldo tan elevado significa que la mera renovación de la deuda a corto plazo (algo más de dos veces al año) exige un esfuerzo de emisión considerable. Una forma de expresarlo es la siguiente: dado que el stock de letras del Tesoro representa en torno al 29% del PIB, ello significa que la renovación anual de la deuda a corto plazo alcanza un valor próximo al 60% del PIB⁽⁹⁾.

En 1977, apareció el instrumento más importante -desde 1983- en la financiación de los desequilibrios presupuestarios: los bonos a 7 años con tipo de interés variable (Certificati di Credito del Tesoro, CCT). El cupón (semianual) viene determinado por el tipo medio ponderado de la subasta de letras del Tesoro a 12 meses más 30 puntos básicos. La elevada participación de este instrumento en el saldo total constituye un hecho excepcional en la gestión de la deuda pública en los países de la OCDE, puesto que en los pocos casos en los que se utilizan tipos variables o flotantes, su importancia relativa es muy reducida. En Italia, en cambio, aún suponen la tercera parte de la deuda pública negociable, a pesar de los intentos oficiales por favorecer otros títulos. Las dificultades para la sustitución de este instrumento se encuentran en las características tradicionales de la demanda de las familias: fuerte aversión al riesgo de

(9)

Como ejemplo de lo que esto significa, se puede recordar que un elemento presente en los comentarios de los analistas del mercado y un propósito permanente del Tesoro, en el caso español, es la necesidad de sustituir las letras del Tesoro por deuda a medio y largo plazo, con el objeto de alargar la vida media de la deuda. Pues bien: dado que la vida media de las letras españolas no se ha desviado significativamente de los 5 meses y que el valor máximo del saldo en relación con el PIB fue de 16,7% (en diciembre de 1992), el importe máximo que el Tesoro se ha visto obligado a renovar anualmente en España ha sido de un tercio del PIB.

tipo de interés y familiaridad con las letras del Tesoro.

La deuda a medio y largo plazo a tipo fijo (Buoni del Tesoro Poliennali, BTP) ha aumentado su peso relativo en el stock de deuda desde el 19% en 1989 al 30% en marzo de 1994: el incremento se ha concentrado en 1993, año en el que las emisiones netas de BTP representaron el 76% de las emisiones netas de títulos negociables. Los plazos de emisión son 3, 5, y 10 años, a los que se unió el plazo de 30 años en noviembre de 1993⁽¹⁰⁾.

Las factores que han impulsado una mayor demanda de BTP han sido el funcionamiento del mercado telemático, la entrada masiva de no residentes -precisamente en 1993- y la disminución del riesgo de interés en el contexto no inflacionista que ha caracterizado a los países miembros de la Unión Europea en los últimos años. También el fuerte desarrollo del mercado de futuros ha debido desempeñar un papel muy destacado desde 1991 en los plazos de 5 y 10 años que son los contratos negociados en MIF, aunque especialmente en el bono a 10 años, ya que este contrato se negocia también en Liffe (que tiene una cuota de mercado del 70%, aproximadamente).

Por el lado de la oferta, el Tesoro ha buscado la sustitución de los CCT por los BTP por una razón fundamental. La indiciación de los tipos a largo plazo sobre los tipos a corto (a 12 meses) ha debido de provocar un efecto negativo sobre la carga financiera de la deuda pública: dado que los tipos de estos títulos vienen determinados por la rentabilidad de las letras del Tesoro a 12 meses, el grado de restricción monetaria a corto plazo implementado por el Banco de Italia se transmite fácilmente al cupón de estos títulos. Piénsese, por ejemplo, en el período 1989-90, en el que se produjo una elevación generalizada de los tipos de intervención de los bancos centrales europeos. Pues bien: en ese período, con una participación de las letras del Tesoro y de los bonos a tipo variable en torno al 70% del stock de deuda y con un valor también próximo al 70% del PIB, las elevaciones de los tipos de interés en el mercado monetario en un punto implicaban un aumento del déficit público próximo a 0,7 puntos

(10) Hasta 1992, se utilizó también el plazo de 7 años, pero el objetivo de simplificar la tipología de instrumentos llevó al Tesoro a cancelar esa emisión.

porcentuales.

Por tanto, cabe afirmar que la credibilidad antiinflacionista de la política monetaria no se traducía en una disminución de la carga financiera. En consecuencia, se puede argumentar que, a la luz de la experiencia italiana, existe un cierto grado de incompatibilidad entre deuda pública a corto plazo -o a largo plazo indicada a tipos a corto- y tipos de intervención del banco central desalineados con los fundamentos de la economía: en concreto, con la tasa de inflación.

El resto de los instrumentos tiene una importancia reducida, en torno al 12% del total. De ellos solo tres merecen mención: Certificados del Tesoro con Opción (CTO), Certificados del Tesoro denominados en Ecuus (CTE) y emisiones en el euromercado en divisas. Los CTO se emiten a 6 años, pero en el tercer año los tenedores pueden ejercer un derecho de amortización anticipada. Los CTE se emiten actualmente solo a 5 años y su atractivo principal es la cobertura del riesgo de tipo de cambio de la lira. A la vista de lo sucedido en 1993 y los primeros meses de 1994, parece que el Tesoro italiano esté siguiendo una política de sustitución de los CTO y de potenciación de las emisiones en ecus; ambas medidas son comprensibles con la consolidación del alargamiento de la vida media y con el menor riesgo de tipo de cambio para el Tesoro desde septiembre de 1992, respectivamente.

4.2 Mercado primario de títulos negociables

La emisión de todos los títulos negociables se realiza mediante subasta. Hasta 1988, solo para las letras del Tesoro (en liras y en ecus) se utilizaba el sistema de subasta; la deuda pública a medio y largo plazo, en cambio, se emitía mediante el sistema de suscripción pública, en el que el Tesoro ofrecía un tipo de interés determinado. Este método implicaba que la curva de oferta de títulos era perfectamente elástica a ese tipo, con lo que la cantidad emitida dependía de la demanda, exclusivamente: por tanto, el emisor perdía el control sobre las cantidades, a cambio de fijar estrictamente el precio de la emisión. Con el establecimiento del mercado telemático en 1988, se produjo el abandono del método de suscripción pública.

En la actualidad, en Italia, se utilizan los dos tipos habituales de subasta: la subasta con precio uniforme (también denominada "holandesa" o de precio marginal) y la subasta con precio múltiple (llamada, a veces, "americana" o competitiva). El primer tipo se emplea en las emisiones de deuda a medio y largo plazo, y el segundo, en las de corto plazo. A continuación, se comentan los elementos más importantes de unas y otras.

En las subastas de letras del Tesoro y otros títulos a corto plazo, se emplea, como se ha señalado, el método de precio múltiple⁽¹¹⁾. Los participantes en la subasta pueden realizar hasta cinco pujas competitivas (a diferentes precios) y una no competitiva. Para las pujas competitivas no hay límite máximo, pero sí mínimo (200 millones de liras); para las solicitudes no competitivas, por el contrario, se establece un límite máximo muy elevado, de 2 billones de liras. Las solicitudes no competitivas son aceptadas automáticamente, mientras que las competitivas son ordenadas por el precio ofrecido. Una vez cerrado el plazo de presentación de solicitudes, se establece un "precio de exclusión", con el objeto de eliminar las pujas más bajas⁽¹²⁾. Cada solicitud aceptada paga el precio que haya ofrecido, excepto, lógicamente, en el caso de las no competitivas.

En las subastas de valores a medio y largo plazo, se utiliza el método del precio uniforme. El número de pujas se reduce a tres y se obtiene un precio de exclusión, de forma similar al de los títulos a corto plazo⁽¹³⁾. Todas las solicitudes que resulten aceptadas pagan el precio marginal.

(11) En el caso de las letras del Tesoro denominadas en ecus (Buoni Ordinari del Tesoro in Ecu, BTE), las subastas guardan ligeras diferencias con las de las letras en liras, la más importante de las cuales consiste en que el número de pujas competitivas se reduce a tres y no se admiten pujas no competitivas.

(12) El precio de exclusión no es discrecional, sino que se calcula automáticamente a partir de las pujas realizadas: corresponde al tipo medio ponderado de la mitad del importe total solicitado (la de mayores precios) más 150 puntos básicos. Este sistema sustituyó a uno anterior, en el que el grado de discrecionalidad era mayor, consistente en el anuncio público y previo de un precio mínimo; este método fue abandonado porque constituyía una referencia que potenciaba la estrategia especulativa de los participantes, pues podían concentrar su demanda en el entorno del precio mínimo anunciado.

(13) La única diferencia es que se suman 200 puntos básicos en lugar de 150.

En cuanto al calendario de convocatorias, hasta finales de 1993 no existía. Sin embargo, en 1994, el Tesoro ha introducido un cambio importante: se fija un calendario anual de las emisiones de títulos públicos a medio y largo plazo, en el que constan las fechas de presentación de solicitudes, de liquidación y de comunicación al mercado de los resultados. Además, cada tres meses, se especifican las cantidades *mínimas* que el Tesoro emitirá de cada uno de los títulos (BTP y CCT, exclusivamente en el primer trimestre de 1994) y de las características de las referencias⁽¹⁴⁾. Las emisiones constan, como máximo, de seis tramos (o reaperturas) y se realizan dos subastas cada mes; por tanto, en principio, cada tres meses se lanza una nueva emisión. Para las letras del Tesoro, en cambio, continúa sin haber un calendario oficial, aunque en la práctica se efectúan dos emisiones mensuales, en la mitad y al final del mes, para cada uno de los tres plazos.

Así, pues, en cada mes tiene lugar un elevado número de subastas⁽¹⁵⁾, que constituye una característica destacada del mercado primario italiano. Esto conlleva una elevada complejidad en la gestión de la deuda pública, a pesar de lo cual hasta 1994 no se comenzó a automatizar la presentación de solicitudes: hasta principios de este año, la comunicación de las peticiones para todas las subastas se hacía físicamente, mediante entrega de sobre sellado, en el Banco de Italia en Roma, por los participantes o por persona física o jurídica delegada por los mismos. Desde el inicio de 1994, se está promoviendo un sistema electrónico.

Los participantes en todas las subastas son las entidades de crédito y las sociedades de valores. A las subastas de letras del Tesoro pueden acudir también las agencias de valores. El Banco de Italia, desde enero de 1994, solo puede acudir por cuenta de terceros. Los participantes no

(14) Esto implica un compromiso para el Tesoro que puede obligarle a aceptar, en situaciones de mercado adversas, precios superiores a los que considera aceptables. No obstante, las "cantidades mínimas" anunciadas son muy inferiores a las necesidades de emisión, por lo que el sobrecoste potencial es relativamente poco importante. En última instancia, este cambio debe relacionarse con la eliminación del recurso al Banco de Italia.

(15) A lo mencionado anteriormente hay que añadir que, en el caso del BTP, se mantienen abiertos simultáneamente cuatro plazos: por ejemplo, en el primer trimestre de 1994, se emitían BTP a través de cuatro emisiones diferentes. Por tanto, el número de subastas correspondientes a los tres títulos más importantes de emisión regular mantenidas mensualmente se eleva a 16 (6 de letras, 8 de BTP y 2 de CCT).

tienen ningún tipo de compromiso sobre la demanda que realicen⁽¹⁶⁾. Sin embargo, a partir de julio de 1994, un reducido grupo de los mismos (los creadores de mercado especialistas) habrá de obtener una proporción media de las emisiones, como se expondrá en el último apartado.

La liquidación de las operaciones se realiza entre los dos y los cinco días siguientes al de la subasta. En el caso de la deuda a largo plazo, se utilizan solo dos días, mientras que, en el de las letras del Tesoro, se emplean cinco. Los cargos y abonos de valores y efectivo se realizan en las cuentas de los participantes en el Banco de Italia: Cuenta Centralizada de Efectivo y Depósito Centralizado de Valores. Todos los instrumentos mencionados en lo que precede se imprimen físicamente, aunque, por lo general, se mantienen en el Depósito Centralizado de Valores y se transmiten mediante anotaciones en cuenta.

Por último, cabe destacar otros dos aspectos del mercado primario. El primero es el elevado importe unitario nominal de los títulos: todos los títulos denominados en liras exigen una adjudicación mínima de 5 millones. El segundo constituye una característica bastante singular del mercado primario italiano: el Tesoro paga una comisión a los participantes en las subastas de títulos a medio y largo plazo, entre 0,35% del importe nominal adjudicado para los bonos a tres años y 0,6% para el resto.

4.3 Coordinación entre Tesoro y Banco de Italia

La coordinación y división de competencias entre ambas instituciones es parecida a la existente en España. El Tesoro tiene la responsabilidad última de la gestión de la deuda pública, decidiendo sobre la composición de los instrumentos y sobre los procedimientos de emisión; en este sentido, el Banco de Italia actúa como mero agente del Tesoro. El marco legal en el que se mueve la política de emisión es definido por el mandato anual del Parlamento (Ley Financiera), en el que se establecen límites máximos para las emisiones netas de títulos en los mercados interno y externo; también se fija un límite máximo para la emisión neta de deuda a medio y largo plazo. El resto de la política de emisión queda abierta, para

(16) Excepto en el caso de las letras del Tesoro, en el que, desde 1984, 23 de los principales participantes en el mercado mantienen un compromiso informal con el Banco de Italia, por el que, en cada subasta, suscriben un importe acorde con su cuota de mercado. Esto significa, en la práctica, que en torno al 60% de la emisión está asegurado por este acuerdo. En el caso de que los bancos implicados adquieran un porcentaje mayor que el comprometido, el Banco de Italia otorga una línea de financiación especial por importe equivalente a la diferencia.

ser definida por el propio Tesoro, mientras que el Banco de Italia actúa como consejero⁽¹⁷⁾.

En cambio, en la regulación del mercado secundario, las competencias están compartidas por el Banco de Italia, el Tesoro y, marginalmente, el equivalente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (denominada CONSOB).

4.4 Instrumentos no negociables: Pasivos de la Caja Postal

La Caja Postal forma parte del sector estatal y, en consecuencia, sus pasivos se incluyen dentro de la deuda del sector público. Su finalidad no es tanto la de que una institución pública ofrezca unos servicios bancarios alternativos a los de la banca comercial y cajas de ahorros, sino la de establecer una vía permanente de financiación del déficit público. En este sentido, el ahorro captado constituye el instrumento de financiación más antiguo, remontándose a principios de este siglo. Para ello, la Caja Postal italiana dispone de una extensísima red de oficinas, parte de las cuales llega a núcleos de población adonde no lo hacen las sucursales del sistema bancario.

Históricamente, la captación de ahorro por la Caja Postal ha constituido una vía de financiación de primera importancia: en los primeros años setenta, los pasivos postales representaban en torno al 25% de la deuda acumulada del sector estatal; como cabría esperar, a partir de entonces esta participación fue perdiendo relevancia hasta alcanzar el 8,7% en 1993. Las razones que explican la disminución del peso de estos instrumentos no negociables incluyen la creciente cobertura por el sistema bancario de todo el territorio nacional y la escasa oferta de servicios bancarios ofrecida por la Caja Postal.⁽¹⁸⁾. Si bien esto es comprensible, dado que la única finalidad de la Caja es la captación de ahorro popular, esta constituye también su debilidad mayor. En definitiva, la pérdida de atractivo de esta forma de materialización del ahorro frente a otros instrumentos públicos o privados ha hecho descender la importancia de esta fuente de financiación. En cualquier caso, en los últimos cinco años, ha satisfecho en torno al 9% de las necesidades de financiación anuales del

(17) En 1992, el Tesoro constituyó un grupo especial de asesores, procedentes del mundo académico, que se ha hecho bastante notorio, denominado oficialmente Comité de Expertos.

(18) Como ejemplo, se puede señalar que, hasta muy recientemente, no se había incorporado el cajero automático en la red de oficinas postales .

sector estatal italiano.

Al inicio de 1994, la Caja Postal ofrecía diversos tipos de productos, entre los que cabe distinguir entre depósitos y bonos no negociables. Los depósitos son de tres tipos: a la vista, a plazo y especiales⁽¹⁹⁾. Los depósitos especiales solo pueden ser constituidos por personas físicas italianas con residencia en el extranjero, y la retribución es la más alta: del 10% frente al 8% de los depósitos a la vista. Los depósitos a plazo, o depósitos vinculados, tienen una tasa de rentabilidad creciente con el plazo: hasta el tercer año, el 7,5%, y, desde este al sexto año, el 9,5%. Se trata de tipos atractivos: el tipo medio de los depósitos de las entidades de crédito en enero de 1994 era del 5,3%, y el tipo máximo, del 7,6%. Los certificados de depósito a 12 meses del sistema bancario tenían, por otra parte, una rentabilidad media del 7,1%. Por tanto, se trata de tipos muy competitivos, lo que explica que los depósitos postales (excluidos los depósitos a la vista) mantengan una proporción elevada (cerca del 25%), en relación con el total de los depósitos de las familias.

Los bonos no negociables emitidos por la Caja Postal son de dos tipos. El primero de ellos (denominado buoni postali fruttiferi ordinari) tiene una gran variedad de plazos y valores unitarios, con el objeto de adaptarse a una demanda procedente de las familias lo más amplia posible. Los valores unitarios van desde un mínimo de 50.000 a 5 millones de liras, y los plazos oscilan entre un mínimo de cinco años y un máximo de veinte. La rentabilidad ofrecida es creciente con el plazo: durante los cinco primeros años, rinden el 8%, y, durante los últimos cinco (entre el 16º y el 20º año), ofrecen el 12%. Ni en el caso de los depósitos ni en el de este tipo de bonos existe penalización por disposición anticipada del capital: por el contrario, la estabilidad de la financiación se busca mediante una política positiva de incentivos, consistente en el aumento de la rentabilidad con el plazo.

El segundo tipo de bonos (llamados buoni postali fruttiferi a termine) implica un mayor compromiso para el suscriptor. La inversión se realiza, en principio, para uno de los dos plazos posibles: siete u once años, con rentabilidades de 9,4% y 9,6%, respectivamente. También en este instrumento el ahorrador puede rescatar su capital en cualquier momento. Pero, en este caso, el rendimiento para cada plazo vencido será el

(19) Se trata, respectivamente, de: libretti serie ordinaria, libretti vincolati y libretti serie speciale, italiani all'estero.

correspondiente al de los bonos anteriores (ordinari), disminuido en 50 puntos básicos: esto implica una pérdida de rentabilidad respecto de la inicialmente esperada, de 190 y 113 puntos básicos durante los primeros siete y los cuatro últimos años, respectivamente.

5. DISTRIBUCIÓN POR TENEDORES DE LA DEUDA PÚBLICA NEGOCIALBE

La información disponible sobre la distribución de la deuda por tenedores es limitada. Las estadísticas oficiales mensuales sobre la distribución de los títulos públicos agregan dos grupos de agentes con comportamientos completamente distintos: empresas no financieras y familias (sector privado, en los cuadros) y no residentes. En cambio, existe información sobre las variaciones del saldo mantenido, en la que se distingue entre sector privado y no residentes, pero, en este caso, los datos son anuales. Por esta razón, en lo que sigue se combinan los dos tipos de información.

En el cuadro 7, se presenta la distribución del saldo total de deuda pública negociable y de los instrumentos que lo componen entre grupos de agentes. Es importante aclarar que los datos no están afectados por las adquisiciones o cesiones temporales.

En cuanto a las tenencias totales de deuda, destaca la agregación sector privado y no residentes, con el 65%. A continuación, aparece el sistema bancario, con una participación próxima al 20%, y, en tercer lugar, el Banco de Italia. Destaca la escasa participación de las instituciones financieras no bancarias y, en particular, de los fondos de inversión colectiva (al menos, desde la experiencia española). Por otra parte, en el período para el que se dispone de información -1990 a 1993-, resulta característica la estabilidad de las participaciones relativas de los grupos. Solo cabe mencionar la disminución del sector privado y no residentes, en 1991 y 1992, que ha llevado su cuota desde el 71% en 1990, hasta el mencionado 65%. Esta caída de seis puntos ha sido compensada por una expansión más intensa de la cartera del sistema bancario (unos cuatro puntos) y de las compañías de seguros y de los fondos de inversión (un punto por cada grupo).

Por lo que se refiere al sistema bancario, el aumento de su cartera en 1991 y 1992 se concentra en bonos a medio y largo plazo a tipo fijo, BTP,

lo que puede interpretarse, en parte, como una consecuencia de las expectativas bajistas de tipos de interés que imperaron en la mayor parte del periodo. En cualquier caso, la demanda de títulos públicos por el sistema bancario tiene un componente estructural importante: el alto nivel del coeficiente de caja (14%, en media de los pasivos computables) y la consolidación de las operaciones de mercado abierto para la regulación de la liquidez durante ese periodo. En estas condiciones, habría que esperar que la colateralización del elevado crédito al sistema bancario (que debe resultar del nivel del coeficiente) exija a las entidades el mantenimiento de una amplia cartera de títulos públicos.

Desagregando por instrumentos, se puede observar cómo el saldo de letras del Tesoro se concentra en la cartera del agregado sector privado y no residentes (en realidad, en la correspondiente a las familias y las empresas) y, en mucha menor medida, en la del sistema bancario⁽²⁰⁾. Este grupo, precisamente, es el que mantiene una composición más homogénea por instrumentos, lo que posiblemente sea consecuencia tanto de la admisión generalizada de los títulos públicos por el Banco de Italia en sus operaciones de intervención, como de la necesidad que los intermediarios bancarios tienen de disponer de todo tipo de papel para ofrecer contrapartida a sus clientes.

Otra perspectiva para analizar la distribución de la deuda por tenedores es la de atender a la composición de la cartera de los mismos, lo que puede interpretarse como la manifestación de sus preferencias⁽²¹⁾. En el cuadro 8, se presentan los resultados para 1993.

El Banco de Italia se caracteriza porque dos tercios de su cartera corresponden a bonos a medio y largo plazo a tipo fijo, lo que puede ser utilizado para confirmar el objetivo de las autoridades de favorecer este instrumento de financiación frente al resto.

En cuanto a los cuatro grupos de agentes financieros que aparecen en

(20) La participación del sistema bancario en el saldo de letras del Tesoro en 1993, del 19,2%, es anormalmente alta, pues de 1990 a 1992 osciló entre el 8% y el 10%. Esto fue consecuencia de unas adquisiciones netas de 32.440 mm, cuando la emisión neta fue de 6.479 mm en 1993.

(21) No obstante, es necesario tener presente que la composición de la cartera está afectada, lógicamente, por la política de emisión del Tesoro. Por ello, con el objeto de reforzar el análisis de las preferencias, se compara la composición de la cartera con la distribución por instrumentos del saldo de deuda pública.

el cuadro, sobresale un elemento común: con la excepción de los fondos de pensiones en 1993, todos prefieren los bonos a tipo variable, CCT, al resto de los instrumentos. En los años anteriores (1990 a 1992), esa preferencia era aún más intensa, pues la participación de los CCT en la cartera de títulos públicos de todos estos agentes oscilaba entre el 50% y el 78%. En la medida en que la demanda de CCT está motivada prioritariamente por la aversión al riesgo de tipo de interés, este fenómeno ilustra con claridad que este ha sido un factor determinante en el comportamiento del sector financiero italiano frente a su propio mercado de deuda pública.

Por lo que se refiere a la agregación del sector privado y los no residentes, no es posible inferir ningún tipo de conclusión sobre sus preferencias, porque los grupos de agentes incluidos son demasiado heterogéneos. Sin embargo, como se ha señalado al inicio de este apartado, se dispone de información de flujos anuales que distingue entre sector privado y no residentes: dada la importancia decisiva de estas dos agrupaciones, a continuación se pasa a comentar esta fuente.

En primer lugar, en el cuadro 9 se presenta la aportación relativa de los distintos grupos de agentes a las necesidades financieras anuales del sector público italiano. Como comportamiento tendencial, solo cabe mencionar la disminución de la participación del sector privado en ese período, hasta una cifra sorprendentemente baja en 1993. Solo parcialmente, este fenómeno se explica por el comportamiento de los fondos de inversión colectiva, que aportaron el 11%, lo que puede indicar el inicio de una cierta sustitución de la demanda directa de las familias.

Otro elemento destacado consiste en la cambiante posición de los no residentes y, en cualquier caso, su entrada masiva en el mercado italiano en 1993, en el que adquirieron el 38,5% de las emisiones netas de ese año⁽²²⁾. Por otra parte, el incremento del saldo de no residentes se concentró, en un 86%, en bonos a medio y largo plazo a tipo fijo, BTP⁽²³⁾. La agresividad mostrada por los inversores internacionales en 1993 contrasta con su participación relativamente poco importante en años

(22) Esto equivale a unos 6,4 billones de pesetas.

(23) La concentración de la demanda de no residentes en BTP en 1993 continúa la pauta de lo ocurrido en 1991 y 1993 (media del 80%), por lo que es posible afirmar que la composición del saldo en poder de no residentes está caracterizada por un peso similar de los BTP.

anteriores, en relación con el caso español. Esto puede apoyar la interpretación de que las consideraciones de riesgo de tipo de cambio tuvieron un efecto negativo mayor en el caso italiano que en el español: aparentemente, no existen otros factores explicativos competitivos del anterior, salvo el de algunas mejoras en los fundamentos, que resten validez a este argumento. Según estimaciones procedentes del mercado, a finales de 1993, la participación de los no residentes (sin incluir simultáneas) en el saldo total de deuda a medio y largo plazo alcanzaba el 11%: en cualquier caso, lejos aún del 29%, dato correspondiente al mercado español.

La composición por títulos de los incrementos anuales de cartera del sector privado se ha caracterizado por la falta de un patrón de comportamiento en el período que va de 1990 a 1993. Este fenómeno podría estar explicado, en parte, por los efectos inducidos de la política de oferta (disminución de letras del Tesoro y CCT) y por la fuerte volatilidad de la curva de rendimientos por plazo en ese período, que han podido provocar reajustes intensos de la cartera de estos agentes.

En definitiva, parece posible afirmar que, debido a la mayor participación de no residentes y al desarrollo del mercado financiero italiano -con una importancia creciente de los fondos de inversión y de los fondos de pensiones-, los condicionamientos que la demanda directa de las familias italianas ejerció en la década de los ochenta se ha ido erosionando en el período más reciente.

6. ORGANIZACIÓN DEL MERCADO SECUNDARIO

El mercado secundario de títulos públicos consta, en realidad, de tres submercados: dos de ellos son oficiales -el mercado telemático y el mercado bursátil-, y un mercado no oficial que en 1993 ha llegado a convertirse en el mercado con mayor volumen de negocio.

6.1 El mercado bursátil

El mercado bursátil es el mercado oficial más antiguo y el menos relevante por importe de las transacciones. La negociación tiene lugar en las siete bolsas italianas, siendo la bolsa de Milán la que concentra la mayor parte de las operaciones. Desde la entrada en funcionamiento del mercado telemático, ha tendido a reducirse la participación del mercado

bursátil en el total de negociación. En el cuadro 10, se presentan los datos referentes a la bolsa de Milán: la negociación ha pasado de significar un 8% del importe de las transacciones en el mercado telemático en 1990 a un 2,5% el año siguiente⁽²⁴⁾. En este mercado, las transacciones se realizan exclusivamente a través de brokers, que solo pueden actuar por cuenta de terceros. Se negocia toda la deuda a medio y largo plazo, excluyéndose las letras del Tesoro.

6.2 El mercado telemático

El 16 de mayo de 1988, comenzó a funcionar el mercado telemático (Mercato Telematico dei Titoli di Stato, MTS). Se trata de un mercado oficial, mayorista, cerrado y descentralizado, donde los miembros tienen acceso exclusivo a una red informática. En este mercado se negocian los instrumentos más importantes⁽²⁵⁾, aunque la liquidez se concentra en uno de ellos: en los bonos a medio y largo plazo a tipo fijo, BTP.

En el cuadro 10, se puede observar el conjunto de los instrumentos negociados en el mercado telemático y la evolución de sus intercambios desde 1990. El resultado más sobresaliente es la progresiva concentración de las transacciones en los BTP: su participación en el total de intercambios ha pasado de representar el 33% en 1990 al 75% en 1993 (año este último en el que la participación de los BTP en el saldo total de títulos negociables era del 28%). Ello ha sido el resultado de que su volumen de negocio se ha multiplicado por 10 entre 1990 y 1993, mientras que la evolución de los intercambios del resto de los instrumentos ha sido muy pobre.

Existen varios tipos de miembros del mercado, con criterios de clasificación similares a los aplicados en España: con capacidad para negociar en nombre propio y de terceros, en nombre de terceros exclusivamente, o solo en nombre propio. La diferenciación más relevante, sin embargo, es entre creadores de mercado y resto de miembros⁽²⁶⁾. Pueden acceder a la condición genérica de miembros del mercado un amplio

(24) En 1993, ha vuelto a elevarse ligeramente, hasta el 3,9%.

(25) Se trata de todos los títulos negociables denominados en liras italianas. En los primeros años se incluyeron también los Certificados del Tesoro denominados en escus, pero los pobres resultados obtenidos condujeron a su exclusión en 1991.

(26) No existe la figura del mercado español del aspirante a creador.

conjunto de instituciones financieras, entre las que se incluyen las agencias de valores y los fondos de inversión o de pensiones. Sin embargo, el status de creador de mercado está reservado a las entidades bancarias y a las sociedades de valores⁽²⁷⁾.

Uno de los rasgos diferenciadores de la organización del mercado italiano consiste en la ausencia de brokers ciegos⁽²⁸⁾. Por lo tanto, no se produce la distinción existente en otros mercados -como el español y el británico- entre dos segmentos o áreas. Tampoco existen otro tipo de brokers. Esto simplifica, por tanto, la organización y regulación del mercado. En este contexto, la figura de los creadores adquiere una mayor relevancia, puesto que el núcleo del mercado lo forman estrictamente ellos.

Los creadores de mercado -39 en la actualidad- constituyen, en efecto, el centro del mercado, puesto que, en todas las operaciones realizadas en el mercado telemático, una de las contrapartidas debe ser un creador. Esto queda asegurado, pprque la introducción de cotizaciones en la pantalla está reservada exclusivamente a los creadores. El resto de miembros del mercado (denominados operadores) solo puede observar las cotizaciones y agredirlas, en su caso. Junto a las cotizaciones y la información precisa de la referencia, en pantalla aparece también la identificación del creador.

El principal atractivo de la condición de creador reside en su relación privilegiada con el Banco de Italia, tanto por la canalización de las operaciones de mercado abierto a través de los mismos, como porque son sus interlocutores directos⁽²⁹⁾. Una ventaja singular de los creadores de mercado italianos está constituida por la posibilidad de acudir al Banco de Italia para la obtención de valores y, sobre todo, de liquidez en condiciones favorables, mediante la instrumentación de una operación repo⁽³⁰⁾.

(27) Se trata de las denominadas Società d'Intermediazione Moviliari (SIM).

(28) Solo existe mercado ciego en el mercado de futuros, MIF, que comenzó a funcionar en septiembre de 1992.

(29) La relevancia del grupo de creadores de mercado se extiende al mercado de futuros, en el que es el propietario de la Cámara de Compensación.

(30) Los creadores pueden obtener liquidez hasta 7 días por un importe limitado, en una operación especial, a un tipo igual a la TIR de los valores entregados, por lo que el coste para el creador es nulo.

Entre las obligaciones más importantes, se encuentran las siguientes: disponibilidad de unos recursos propios, al menos, de 50 mm de liras; la realización de operaciones en el mercado secundario por valor mínimo de 10 billones de liras; la cotización continua y en firme de un número mínimo (cinco) de referencias -escogidas por el creador, de una lista de veinte valores -; importe mínimo de 5 m. m. de liras de las posiciones de oferta y demanda; y comunicación diaria al Banco de Italia y a la Comisión del Mercado de Valores sobre las operaciones efectuadas en la jornada.

El grado de cumplimiento de las obligaciones respectivas por los miembros del mercado y, por lo tanto, la revisión de la categoría se realiza anualmente.

La gestión y coordinación de todas las cuestiones de carácter técnico y organizativo son competencia de un Comité de Gestión. Este organismo tiene plenos poderes para la resolución de incidencias, así como para la modificación de aspectos relacionados con el funcionamiento del mercado o con la infraestructura utilizada. Entre sus competencias, se incluye la propuesta al Tesoro y Banco de Italia sobre la designación de los miembros del mercado (o la revocación de su condición) y la designación de la lista de referencias negociadas de entre las que los creadores habrán de elegir un número mínimo. El Comité desempeña la misma función en el mercado de futuros y en el recién creado mercado de opciones.

Este Comité de Gestión tiene un carácter privado y está compuesto, fundamentalmente, por un representante de la Asociación Bancaria Italiana (a quien corresponde el cargo de presidente) y un representante de cada uno de los creadores de mercado. A las reuniones del Comité pueden asistir representantes del Tesoro, del Banco de Italia y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El órgano superior al Comité es la Asamblea de miembros del mercado, que lo designa y que propone al Tesoro las modificaciones que estime convenientes sobre la regulación del mercado. Por tanto, el Tesoro es la institución que decide en última instancia sobre los aspectos fundamentales del mercado.

La infraestructura del mercado (la red informática) es provista -bajo la supervisión del Comité- por la Società Interbancaria di Automazione que es también la empresa que creó y mantiene la infraestructura del mercado interbancario de depósitos. El sistema resulta aparentemente muy eficiente y los operadores destacan como ejemplo la existencia de una página con los

mejores precios de oferta y demanda para cada uno de los títulos cotizados, que van siendo renovados continuamente, lo que otorga una gran agilidad a las operaciones. Las cotizaciones aparecen también, con unos minutos de retraso, en páginas reservadas de Reuters, Telerate, Bloomberg y Telekurs. Esta infraestructura y sus procedimientos acogen también el mercado de futuros y el de opciones.

7. OPERATIVA EN EL MERCADO SECUNDARIO: MERCADO TELEMÁTICO Y MERCADO "OVER THE COUNTER"

En el mercado telemático, solo se pueden realizar operaciones al contado, que tengan por objeto títulos del Estado o que cuenten con la garantía del Estado. Se excluye, por tanto, cualquier otro tipo de valores públicos o privados. Además, como se ha indicado anteriormente, no todos los valores tienen cabida en el mercado telemático, sino solo una selección de los mismos, realizada por el Comité de Gestión. Por último, las operaciones deben tener un importe mínimo de 5 mm de liras (o de 500.000 ecus, en los títulos así denominados).

En el gráfico 5, se representa la evolución de la liquidez en el mercado telemático por instrumentos. Resulta evidente que la liquidez⁽³¹⁾ se ha concentrado en un único instrumento, el BTP. Mientras que la liquidez de estos títulos ha pasado de un valor del 77% en 1990 al 417% en 1992, la de las letras del Tesoro ha permanecido a niveles próximos al 6%, y la de los bonos a tipo variable, CCT, alcanzó un máximo del 93% en 1991.

El crecimiento más importante de la liquidez se produjo en 1991, con un incremento extraordinario del valor del indicador utilizado: se multiplicó por 3,6. Este cambio debe ser explicado, en parte, porque, en ese año, tanto Liffe en Londres, como Matiff en París, lanzaron un contrato de futuros sobre bonos italianos a 10 años, que en el caso de Liffe ha obtenido un gran resultado. En cambio, en 1993, la liquidez del BTP se redujo considerablemente, hasta el 372%. Este fenómeno es consecuencia de los problemas que el mercado telemático ha experimentado en el último periodo, y reviste una extraordinaria importancia, como posteriormente se analiza.

Para las transacciones que reúnan las características comentadas (de

(31) La liquidez se ha calculado en relación con el saldo a fin de período y no con el saldo medio, como suele hacerse,² por disponibilidad de la información.

contado, sobre los títulos asignados por el Comité de Gestión, y que tengan importes iguales o superiores a 5 mm de liras), se pretende que el mercado telemático tenga un carácter de exclusividad, por lo que los miembros del mercado se comprometen a no realizar tales operaciones fuera de la red.

Por lo tanto, en el mercado telemático no tienen cabida las operaciones a plazo ni las operaciones dobles. Las operaciones a plazo (denominadas a termine) son aquellas entre cuyas fechas de operación y de liquidación median más de tres días. Todo este tipo de operaciones se realiza, por tanto, en el mercado over the counter (en adelante, OTC), mercado paralelo al telemático, vía comunicación telefónica.

Existe un único tipo de operación doble, denominada pronti contro termine que es idéntica a la simultánea española: se trata de una operación sell/buy back, sin posibilidad de ajuste por variaciones del precio del colateral. Por tanto, la operación doble italiana consiste en la realización de dos operaciones simples en sentido contrario, contratadas al mismo tiempo, con la misma contrapartida y con la misma referencia técnica como colateral. El Banco de Italia realiza el grueso de sus operaciones de regulación de la liquidez mediante este tipo de operaciones, por lo que, con anterioridad a la entrada masiva de no residentes en el mercado de deuda italiano, eran utilizadas habitualmente. En cualquier caso, el protagonismo reciente de estos agentes las ha potenciado. Se estima que, a finales de 1993, los no residentes mantenían un 9,3% del saldo de deuda a medio y largo plazo cedida mediante operaciones pronti contro termine.

Un rasgo importante de la operativa en el mercado secundario es la existencia de un impuesto especial sobre el importe efectivo de la transacción (denominado imposta di bollo), para todo tipo de operaciones. El impuesto consiste en el pago de 9 y 4,5 liras por cada cien mil de importe efectivo en operaciones simples y dobles, respectivamente. En consecuencia, el coste fiscal de una operación habitual de 5 mm de liras es de 450.000 liras. Por tanto, se trata de un coste adicional que puede revestir importancia y que puede dificultar la operativa⁽³²⁾.

(32)

El coste efectivo se reduce porque existe un coste fiscal máximo de 1,8 millones y es posible que los participantes, al calcular diariamente el importe del impuesto, agreguen los contratos que tengan la misma contrapartida y se refieran al mismo tipo de operación, fecha valor y denominación (liras o ecus). La contrapartida que paga e ingresa el impuesto es quien agreda la posición, salvo pacto en contrario.

Por otra parte, existe un cierto grado de segmentación fiscal, que estimula las operaciones de arbitraje. En efecto: a la diferenciación entre los inversores residentes, se une la diferenciación entre los inversores internacionales por país de origen, así como la inexistencia de plazos precisos para la devolución (total o parcial) de la retención aplicada para los no residentes con derecho a la misma⁽³³⁾. Esto hace que algunos inversores extranjeros demanden rentabilidad después de impuestos (es decir, descontado el 12,5% de retención). El resultado final es la exigencia de un diferencial mayor en términos brutos, con respecto a los títulos de otros países.

Un aspecto menos conocido del funcionamiento del mercado secundario consiste en que la normativa contable y fiscal favorece el principio de último valor en entrar en la cartera, primero en salir. Esta restricción provocó tradicionalmente que la negociación en el mercado secundario tendiera a concentrarse en las últimas referencias puestas en circulación y a la rápida pérdida de liquidez para las emisiones anteriores.

El fuerte crecimiento de la actividad de los operadores no residentes y los aspectos descritos en la operativa en el mercado telemático son las dos fuerzas que han impulsado la canalización de un volumen creciente de operaciones de títulos públicos italianos fuera del mercado telemático, al mercado OTC. Este fenómeno, que explica la caída de la liquidez en 1993, se ha convertido en la principal preocupación de las autoridades encargadas de la regulación del mercado y en el principal motivo de las reformas que se han producido en el primer semestre de 1994.

La deslocalización del mercado ha sido tan importante que, según estimaciones recogidas por el Banco de Italia, en 1993, el volumen de intercambios en el mercado OTC ha superado al registrado por el propio mercado oficial telemático. De esta forma, el elevado volumen de negocio del mercado OTC ha atraído el interés de los principales brokers de

(33) En estas condiciones, las posibilidades de arbitraje fiscal surgen en la medida en que cada grupo de agentes está interesado en un tipo de rentabilidad: las personas físicas y algunos fondos observan la rentabilidad neta (de la retención en origen del 12,5%); para los agentes sujetos al impuesto de sociedades, la retención es deducible de la cuota, por lo que estarán interesados en la rentabilidad bruta; a estos se unirán los no residentes que están en el caso anterior y puedan deducir en su país de origen la retención aplicada en Italia; por último, los no residentes que no estén sujetos al impuesto de sociedades (fondos de inversión o de pensiones) exigirán la rentabilidad neta, por lo que la certidumbre sobre la devolución, en su caso, reviste gran relevancia.

Londres, que han ofrecido servicios muy competitivos a los operadores no residentes, reforzando, por tanto, la eficiencia del mercado OTC: en definitiva, se ha instalado una dinámica que se autoalimenta y a la que pretende hacer frente la batería diseñada de reformas.

Por último, cabe preguntarse por qué, dados los problemas planteados más arriba, la reforma no se abordara con anterioridad. Una explicación global puede residir en que, a pesar de que el origen del mercado telemático se encuentra en el deseo de transformar el mercado secundario, modernizándolo y haciéndolo más eficiente, la amplitud y profundidad de la base inversora residente impidió que, junto a la implantación de la infraestructura que se conoce como mercado telemático, se aplicaran otras medidas: por ejemplo, la comunicación de las solicitudes en el mercado primario electrónicamente, un sistema adecuado de devolución de las retenciones practicadas a los no residentes, o la eliminación de la fiscalidad en las operaciones del mercado secundario.

8. LA REFORMA DEL MERCADO TELEMÁTICO

Parece posible afirmar que la reforma del mercado telemático está motivada y diseñada para hacer frente a la tendencia de deslocalización del mercado secundario, y recuperar para el propio mercado telemático parte de las transacciones de títulos públicos italianos realizadas fuera del mismo. La consecución de este objetivo depende fundamentalmente de que las reformas sean capaces de romper el círculo vicioso consistente en que la deslocalización hace disminuir la liquidez del mercado telemático, lo que, a su vez, lo hace menos atractivo, estimulando a los operadores a buscar contrapartida fuera del mercado oficial. La concentración de las reformas en el tiempo (entre diciembre de 1993 y junio de 1994) posiblemente se deba a la dimensión alcanzada por el problema, que exigía un tratamiento de choque, lo que solo se podía lograr mediante la aplicación de una reforma general de suficiente calado.

Puesto que el grupo de inversores que había impulsado la deslocalización de la actividad es el de los no residentes, los cambios habrían de girar sobre el principio de hacer que el mercado telemático fuera más atractivo para ellos. Las medidas adoptadas se podrían clasificar, en relación con lo anterior, en tres tipos: destinadas directamente a atraer a los no residentes al mercado italiano, discriminación a favor del mercado telemático y aumento de la eficiencia del

mercado telemático.

8.1. Medidas dirigidas exclusivamente a los no residentes

Las medidas formuladas con el objeto de atraer directamente a los no residentes al mercado italiano son dos, de naturaleza distinta. La primera tiene como finalidad aumentar el flujo de inversión exterior en deuda pública italiana: se trata de la agilización de la devolución de las retenciones. La segunda trata de que los operadores no residentes desvien parte de su actividad hacia el mercado telemático: consiste en otorgarles la posibilidad de operar desde otros países.

8.1.1 Nuevo procedimiento de devolución de retenciones

Uno de los inconvenientes más importantes del mercado italiano para la inversión exterior consistía en la impredecibilidad sobre el momento de la devolución de las retenciones aplicadas. Hasta principios de 1994, los procesos administrativos retrasaban la devolución entre 6 y 12 meses desde el momento en que se presentaba la solicitud. La falta de puesta en práctica de los proyectos de reforma sobre este punto en años anteriores dañó la imagen del mercado italiano. Por esta razón, el nuevo sistema habrá de demostrar durante algún tiempo que su funcionamiento es correcto, antes de que los inversores concentren su atención, exclusivamente, en la rentabilidad antes de impuestos de la deuda italiana.

Ahora bien: se debe matizar que el sistema de devolución de retenciones afectaba únicamente a los inversores residentes en países con los que Italia tiene tratado de doble imposición y, dentro de estos, con los que el tratado permite la devolución total o parcial. El nuevo procedimiento se aplica solo a la retención practicada sobre el cupón, y permitirá su devolución en un plazo comprendido entre 20 y 35 días. Inicialmente, no se extenderá a los títulos con rendimiento implícito ni a la retención efectuada al vencimiento y correspondiente al premio de emisión. Para estos dos casos, seguirá rigiendo el sistema anterior, por lo que este no desaparece.

A pesar de las limitaciones mencionadas en el párrafo anterior, este cambio ha debido de tener ciertos efectos sobre la rentabilidad antes de impuestos exigida por los inversores residentes en el resto de la Unión

Europea, pues estos pueden reclamar la totalidad de la retención, excepto en el caso de Bélgica (sin derecho a devolución) y de Grecia e Irlanda (con derecho a la devolución de solo 2,5 puntos). En cambio, por ejemplo, para los inversores americanos, el cambio es irrelevante (aun cuando operen a través de un banco de inversiones establecido en Europa), pues no está acordada la devolución.

El nuevo procedimiento consiste en la creación de una cuenta especial a la que se desviará el importe de las retenciones practicadas, con lo que se asegura la disponibilidad de los fondos necesarios para la devolución. Esta se concentrará en dos fechas al mes, dependiendo del momento del pago del cupón, mientras que la solicitud se presentará dentro de unos plazos precisos⁽³⁴⁾. La presentación de la misma fuera de plazo hace que pierda automáticamente el derecho a utilizar el nuevo procedimiento de devolución, habiendo de utilizar el procedimiento antiguo.

8.1.2. Acceso directo al mercado telemático desde otro país

La segunda medida dirigida específicamente a los no residentes consiste en que aquellos que lo deseen -y cumplan los requisitos equivalentes a los exigidos a los italianos- puedan convertirse en miembros del mercado, eliminando la obligatoriedad previa de que tuvieran establecimiento permanente en Italia. La categoría concedida corresponde con la de operadores por cuenta propia y ajena. Se excluye, en cambio, la posibilidad de acceder a la condición de creador de mercado⁽³⁵⁾, sin establecimiento permanente en Italia.

Esta reforma, en realidad, no tiene ningún coste, es de aplicación automática y se mantiene en el ámbito de la negociación de las operaciones, sin afectar a la liquidación de las mismas, para lo que los agentes financieros no residentes seguirán necesitando un banco-agente en Italia con cuenta de valores de terceros y cuenta corriente en el Banco de Italia.

(34) A los cupones pagados entre el 25 y el 10 de dos meses consecutivos corresponde la fecha límite del 15 del segundo mes, mientras que, para los abonados entre el 11 y el 24, la fecha límite es el 30 del siguiente mes.

(35) Esta medida parece haber encontrado cierta oposición entre algunos miembros del mercado, con el argumento de que podría hacer aumentar el riesgo de liquidación. En cambio, se argumenta que está en la línea de la Segunda Directiva Bancaria y que, por tanto, solo se anticipa a lo que será obligado a la entrada en vigor de la Directiva en Italia.

Cabe, por otro lado, argumentar contra esta medida que con ella se renuncia definitivamente a promocionar el establecimiento en Italia de los agentes no residentes y, por tanto, a favorecer la industria financiera del país. Sin embargo, a la vista de la deslocalización producida, esa línea de razonamiento no parece realista, salvo en lo que se refiere al peligro de cierre de los ya existentes, ante las nuevas posibilidades de concentrar la actividad en los centros financieros internacionales.

8.2 Medida favorecedora del mercado telemático frente al OTC

La necesidad de reforzar el mercado oficial frente al mercado paralelo ha llevado a introducir cambios positivos que discriminan a favor del mercado telemático. El más importante de los mismos es la abolición del impuesto sobre el importe de la negociación en mercados secundarios regulados (bursátil y telemático) y su mantenimiento en el mercado OTC.

Esta reforma ha sido la primera en el tiempo (diciembre de 1993). Tiene el efecto de disminuir el coste de las transacciones en el mercado telemático, haciéndolo más competitivo frente al mercado no regulado. Sin embargo, por sí misma, esta medida no atrae la negociación de los no residentes hacia el mercado oficial, ya que estaban exentos del impuesto con anterioridad. En cambio, para los operadores residentes establece una ventaja de gran importancia frente al mercado OTC.

8.3 Medidas destinadas a aumentar la eficiencia del mercado telemático

El mayor número de medidas adoptadas puede reunirse bajo este título. Son relativamente heterogéneas, aunque la más importante consiste en la reforma de la figura del creador de mercado. También cabe incluir aquí la automatización de las subastas de bonos, que se ha comentado en el apartado correspondiente al mercado primario.

8.3.1 Cambios en la normativa contable

Dentro de este grupo, la primera modificación se refiere a la contabilización de los valores objeto de compraventa. La normativa vigente hasta diciembre de 1993 favorecía, por motivos fiscales, que las transacciones tuvieran lugar preferentemente con títulos recién entrados en las carteras de las entidades, lo que provocaba una rápida reducción

de la liquidez de las emisiones, a medida que se alejaban de su fecha de puesta en circulación, dando lugar a diferencias notables de liquidez entre las mismas. Con este cambio, por tanto, se espera reducir una de las fuentes de segmentación del mercado.

8.3.2 Aplicación múltiple

Una de las reformas más interesantes tiene un carácter puramente técnico. Se trata de la posibilidad de realizar aplicaciones o agresiones múltiples sobre las cotizaciones en pantalla.

El problema surge porque los importes ofrecidos para las cotizaciones realizadas en el mercado telemático se suelen ajustar al mínimo exigido, 5 mm. Si se tiene en cuenta que los no residentes realizan operaciones por importes muy superiores, se entiende que esto constituya una deficiencia del mercado para determinados inversores institucionales.

Hasta la introducción de este cambio, cuando un operador necesitaba realizar una transacción por importe superior al disponible en ese momento, había de realizar tantas agresiones consecutivas como fuera necesario para acumular la cantidad deseada. De esta forma, el coste de la transacción se elevaba y el operador asumía un riesgo de mercado apreciable⁽³⁶⁾. Una forma de evitar esta situación para un no residente⁽³⁷⁾ podía ser la de buscar contrapartida (directamente o a través de un broker) entre otros no residentes activos en títulos italianos, en el mercado OTC.

La aplicación múltiple, por el contrario, permite, mediante la introducción de una única orden, agredir el suficiente número de mejores cotizaciones en pantalla que sea necesario para completar el importe deseado. De esta forma, desaparece el riesgo de mercado y se reduce -al menos, en tiempo- el coste de transacción.

(36) El riesgo de mercado surgía porque, tras realizar la(s) primera(s) aplicación(es), los siguientes precios podrían no ser los esperados. En el caso de una transacción por cuenta de tercero con unas órdenes más o menos precisas sobre precio y cantidad, cualquiera de las soluciones posibles (reducir el importe de la operación o asumir precios distintos a los esperados al inicio de la transacción) podría resultar inadecuada.

(37) En principio, esta posibilidad no debería darse para los miembros del mercado, puesto que estos se comprometen a no realizar operaciones de importes superiores a 5 mm con títulos admitidos al mismo.

8.3.3 Creación de la categoría de creador de mercado especialista.

Possiblemente, el cambio más importante que se ha implementado es la creación de una nueva categoría de creadores de mercado, llamados especialistas.

El origen de esta medida se encuentra en el funcionamiento insatisfactorio de los creadores de mercado existentes anteriormente. El número de creadores en el mercado telemático aumentó desde 16 en 1988 a 39 al inicio de 1994. Sin embargo, en 1993, el 55% de la negociación ha sido realizado por los 8 creadores más importantes; en el otro extremo, se encuentran creadores con cuotas de mercado marginales, próximas al 1% que se les exige. En estas condiciones, una parte de los creadores se beneficiaba de las ventajas de la condición, sin realizar una contraprestación suficientemente valiosa.

Ante esa situación, las autoridades italianas han optado por la creación de una nueva figura, para la que se reserva parte de las ventajas que anteriormente tenía el colectivo (fundamentalmente, la canalización de las operaciones de mercado abierto del Banco de Italia), pero a la que también se van a exigir unas condiciones mucho más estrictas. Los miembros que con anterioridad tuvieran la condición de creador la mantendrán, pero, al mismo tiempo, se otorgará la calificación de especialistas a aquellos que estén dispuestos a asumir las siguientes obligaciones:

En primer lugar, unos recursos propios superiores: 75 mm de liras (frente a 50 mm)⁽³⁸⁾. En segundo lugar, una negociación mínima anual en el mercado telemático del 3% del total y del 1% para cada tipo de valor con cotización en el mismo (frente al 1% del total). En tercer lugar, una suscripción mínima del 3% de las emisiones brutas anuales totales y del 1% de las correspondientes a cada título. En cuarto lugar, habrán de cotizar, continuamente y en firme, al menos 10 valores⁽³⁹⁾ (frente a 5). Finalmente, de los 10 valores anteriores están obligados a cotizar,

(38) En este párrafo, aparece entre paréntesis el requisito correspondiente exigido a los creadores de mercado no especialistas.

(39) De una lista confeccionada por el Comité de Gestión, de entre los valores admitidos en el mercado telemático.

continuamente y en firme, no menos de 4 de ellos -denominados líquidos⁽⁴⁰⁾- por importes mínimos de 25 mm de liras (frente a 5 mm).

Con estos requisitos, es evidente que la implantación de la categoría de los especialistas tiene efectos muy amplios sobre el mercado. Además de favorecer su liquidez a través de una actividad más intensa de los creadores, esta se va a concentrar en los valores líquidos, para los que los importes cotizados parecen suficientemente altos. Esto (junto a la aplicación múltiple) debería reducir notablemente el incentivo de operar fuera del telemático, en el caso de los inversores internacionales que realizan transacciones por importes muy elevados.

Sin embargo, para los valores que no forman parte de la lista inicial, el efecto puede ser el contrario, haciendo cada vez menos líquidos y registrando diferenciales oferta-demanda más amplios. Por último, la condición impuesta sobre el mercado primario tiene un cierto efecto de aseguramiento de las emisiones del Tesoro. Precisamente, este requisito es el que parece presentar mayor incomodidad para los potenciales especialistas, lo que resulta comprensible, dado el tremendo volumen de emisión que el Tesoro necesita colocar cada año: el 3% de la emisión bruta total puede oscilar entre 2,5 y 3,5 billones de pesetas anuales en los próximos años. Además, para algunos posibles especialistas (bancos extranjeros) sin suficiente negocio al por menor, la posterior colocación del mínimo del 1% para títulos como las letras del Tesoro puede presentar dificultades.

(40)

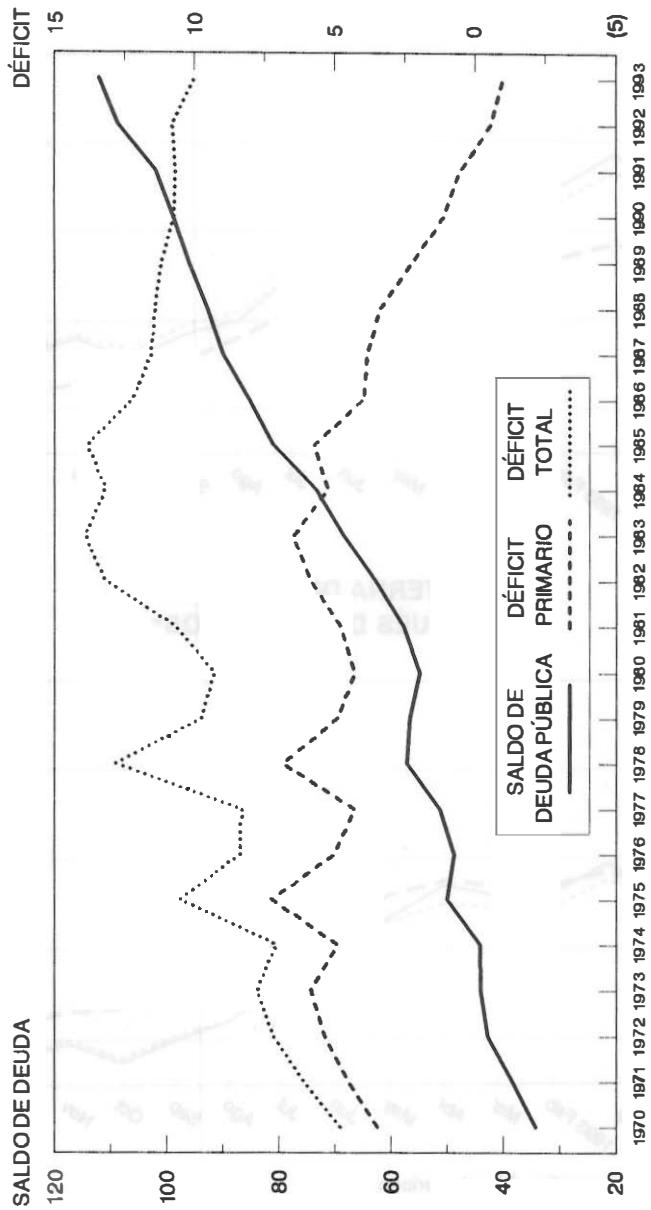
La designación de las referencias se realiza según diversas características, ninguna de las cuales suele ser condición necesaria, aunque casi todas ellas son BTZ: especialmente, títulos que forman parte de la cesta de entregables en los contratos de futuro, que hayan sido emitidos recientemente, que tengan un saldo en circulación elevado.

ABREVIATURAS Y TÉRMINOS UTILIZADOS

BTP	Buonni del Tesoro Poliennali (Bonos a medio y largo plazo con tipo de interés nominal fijo).
CTO	Certificati di Credito del Tesoro con Opzione (Bonos a seis años a tipo fijo, con opción de amortización anticipada en el tercer año).
CCT	Certificati di Credito del Tesoro (Bonos a siete años a tipo de interés variable, indicado a los tipos de las letras del Tesoro a 12 meses).
BOT	Buonni Ordinari del Tesoro (Letras del Tesoro).
CTE	Certificati del Tesoro denominati in Ecu (Bonos a medio plazo en ecus).
BTE	Buonni Ordinari del Tesoro in Ecu (Letras del Tesoro en ecus).
SECTOR ESTATAL	Agrupación de instituciones públicas frecuente en las estadísticas oficiales; tradicionalmente formado por el Tesoro, la Caja Postal, empresas públicas y otras. En 1993, se ha modificado la definición, excluyéndose las empresas públicas, aunque en este trabajo se mantiene la definición anterior.

Gráfico 1

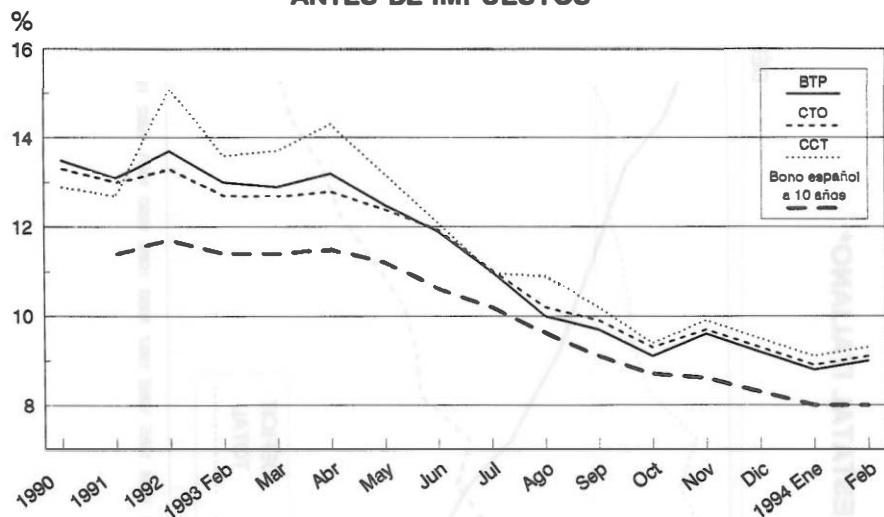
ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR ESTATAL ITALIANO*



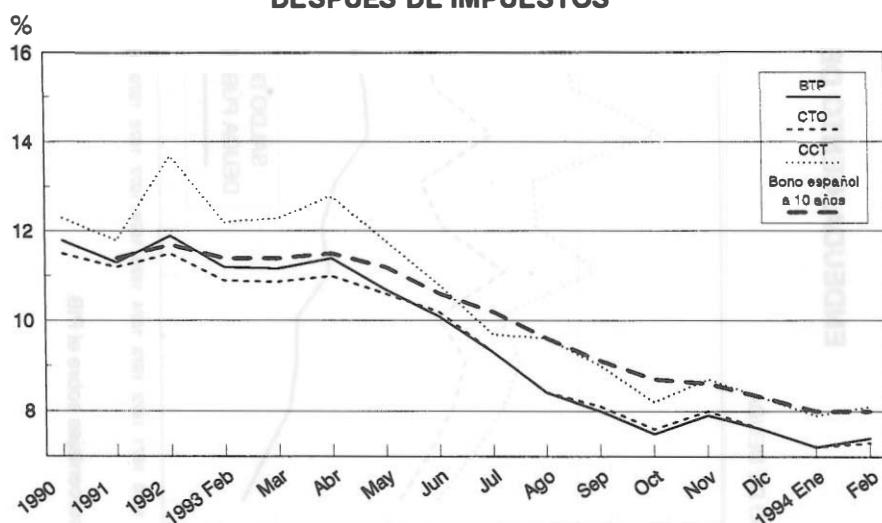
* En porcentajes sobre el PIB.

Gráfico 2

TASA INTERNA DE RENDIMIENTO
ANTES DE IMPUESTOS*



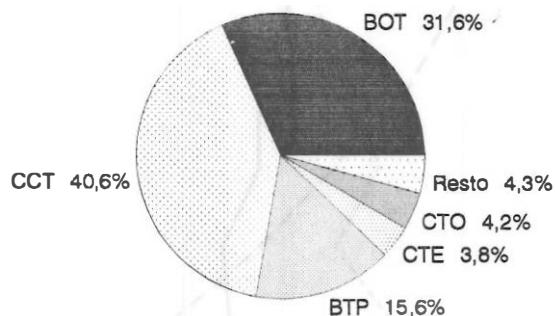
TASA INTERNA DE RENDIMIENTO
DESPUÉS DE IMPUESTOS*



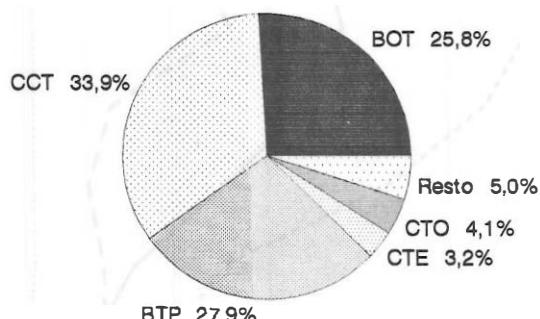
* Rentabilidades medias de cada período.

Gráfico 3

**DEUDA PÚBLICA ITALIANA:
DISTRIBUCIÓN POR INSTRUMENTOS NEGOCIABLES***



AÑO 1990



AÑO 1993

* Datos a fin de período.

Gráfico 4

VIDA MEDIA DE LOS TÍTULOS NEGOCIAZABLES ITALIANOS

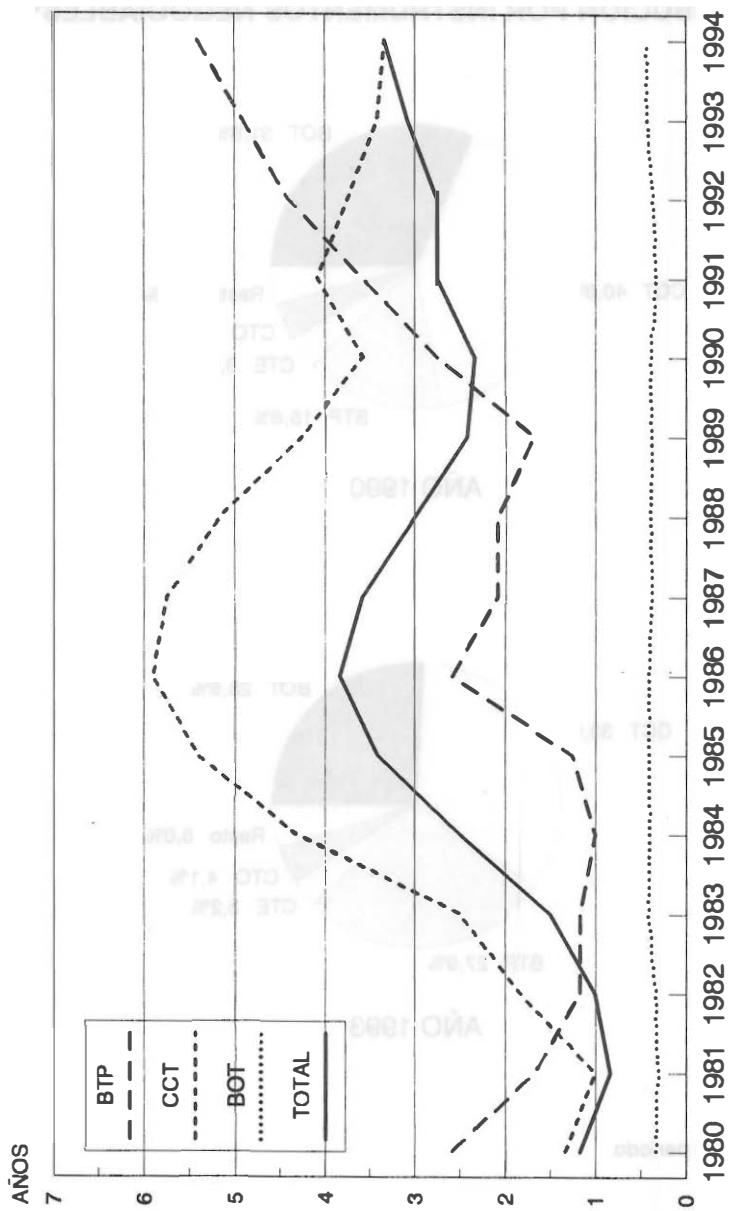
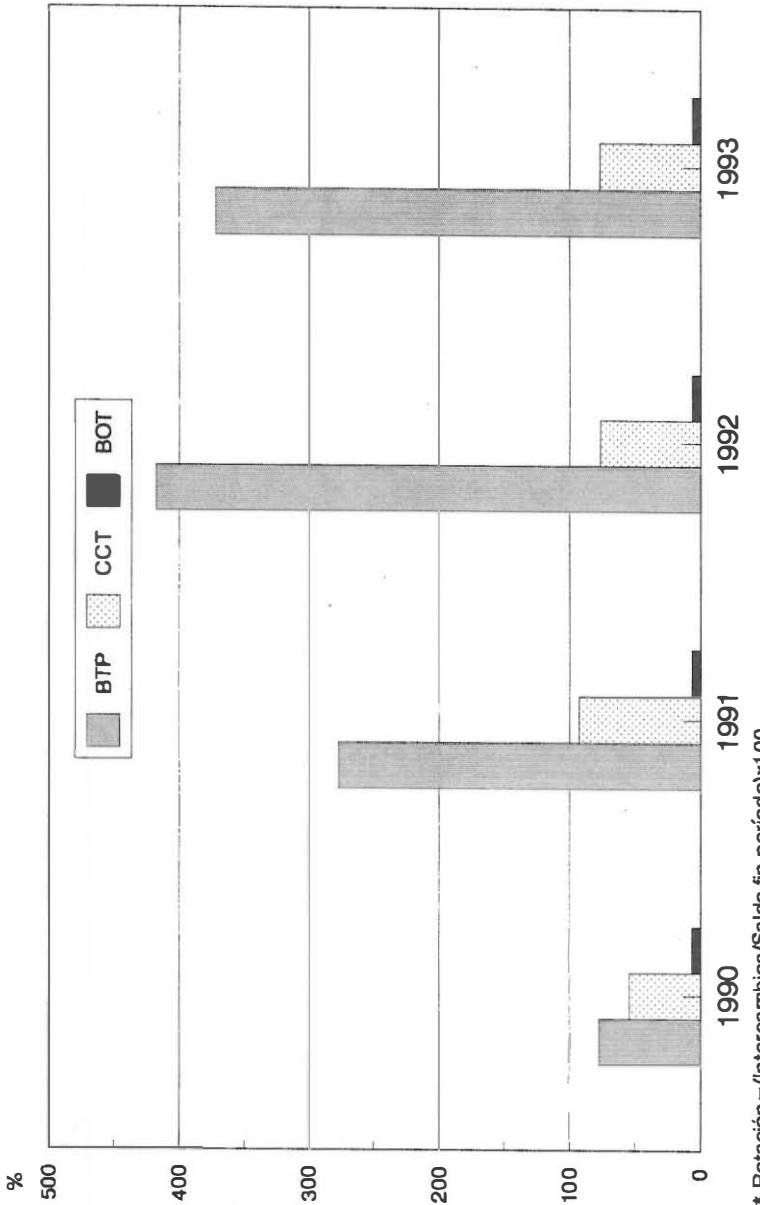


Gráfico 5

LIQUIDEZ DE LOS TÍTULOS PÚBLICOS ITALIANOS
ROTACIÓN ANUAL DEL SALDO*



* Rotación = (Intercambios/Saldo fin período) x 100.

CUADRO 1
INDICADORES ECONÓMICOS Y FINANCIEROS

	1990	1991	1992	1993
PIB (1)	2,1	1,3	0,9	-0,7
TASA DE PARO (% Población Activa)	11,4	10,9	11,5	10,4
IPC (1)	6,5	6,3	5,3	4,5
TIPO OFICIAL DE INTERVENCIÓN	12,5	12,0	12,0	8,0
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL	99,1	97,6	94,1	78,5
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL INTRA-UNIÓN EUROPEA	102,1	103,1	99,7	87,8 (2)
ÍNDICE BURSÁTIL. MILÁN (1975 = 100)	1.008,7	854,5	710,8	843,4
LIRA/MARCO ALEMÁN (2)	1,6	0,8	5,7	20,3
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (1)	7,0	0,5	5,0	10,0
COSTE UNITARIO DEL TRABAJO (1)	6,9	7,3	2,7	1,3
SALDO PRESUPUESTARIO AAPF (% PIB)	-10,9	-10,2	-9,5	-9,5

Fuente: Banca d'Italia.

(1) Variación en el último período, respecto del mismo del año anterior.

(2) Datos hasta noviembre.

(3) El signo positivo significa depreciación.

CUADRO 2
AHORRO FINANCIERO NETO

AÑO	FAMILIAS	EMPRESAS	ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	SECTOR EXTERIOR	OTROS SECTORES	FAMILIAS	EMPRESAS	ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	SECTOR EXTERIOR	
									(porcentaje PIB)	(porcentaje PIB)
mm de liras										
1990	191.664	-110.608	-134.948	20.378	-33.514	14,6	-8,4	-10,3	1,6	
1991	196.044	-83.437	-153.981	29.337	-12.037	13,7	-5,8	-10,8	2,1	
1992	155.862	-75.940	-156.056	34.225	-41.909	10,4	-5,0	-10,4	2,3	
1993	191.907	-18.959	-170.775	-17.985	-15.812	12,3	-1,2	-10,9	-1,2	

Fuente: Banca d'Italia. Relazione annuale, 1993.

CUADRO 3
COMPOSICIÓN DE LA RIQUEZA FINANCIERA DE LAS FAMILIAS
PRINCIPALES PAÍSES INDUSTRIALES

PAÍSES	AÑO	DÉPÓSITOS	TÍTULOS PÚBLICOS INMOBILIARES	ACCIONES	OTRA RIQUEZA FINANCIERA	TOTAL
ITALIA	1989	31,0	30,2	21,6	11,3	100
	1991	36,3	32,2	20,4	11,1	100
	1992	35,4	33,0	20,1	11,5	100
FRANCIA	1989	37,4	4,2	45,6	12,9	100
	1991	36,2	4,2	42,2	17,4	100
	1992	35,3	4,1	42,1	18,5	100
ALEMANIA	1989	46,8	15,9	6,5	28,8	100
	1991	46,9	18,3	5,6	29,1	100
	1992	--	--	--	--	--
REINO UNIDO	1989	29,6	2,2	12,7	55,5	100
	1991	32,0	1,9	11,2	54,8	100
	1992	30,7	2,3	9,8	57,2	100
ESTADOS UNIDOS	1989	28,8	13,3	22,1	35,8	100
	1991	26,6	12,9	24,3	36,2	100
	1992	--	--	--	--	--
JAPÓN	1989	51,0	7,8	23,4	17,8	100
	1991	57,2	7,6	15,2	20,1	100
	1992	60,2	7,6	10,1	22,1	100

Fuente: Banca d'Italia. Relazione annuale, 1993.

CUADRO 4
PASIVOS DEL SECTOR ESTATAL

Distribución por instrumentos (*)

Años	PASIVO AL MERCADO INTERNO				PASIVO AL BANCO DE ITALIA			TOTAL DEUDA INTERNACIONAL	DEUDA EXTERNA TOTAL
	TÍTULOS A MEDIO Y LARGO PLAZO	TÍTULOS A CORTO PLAZO	PASIVOS CAJA POSTAL	CRÉDITO BANCARIO Y OTROS	TÍTULOS A MEDIO Y LARGO PLAZO	TÍTULOS A CORTO PLAZO	RECURSOS Y OTROS		
1970	10,07	8,79	25,50	2,64	67,00	15,19	0,00	14,50	29,69
1980	23,37	33,44	15,54	1,13	73,48	13,29	1,24	10,38	24,91
1989	47,73	24,92	9,52	1,82	64,09	5,78	0,90	6,20	12,88
1990	48,70	24,70	9,49	1,95	84,84	4,43	1,27	5,69	11,39
1991	50,19	23,07	9,26	2,24	84,76	5,36	0,88	5,25	11,49
1992	48,32	23,64	8,89	2,41	83,26	7,18	0,52	5,09	12,79
1993 P	51,77	21,56	8,74	1,13	83,20	7,15	0,64	2,72	10,52
									93,72
									6,28
									100,00

(*) Datos a fin de período.

Fuente: Banca d'Italia. Supplementi al Bollettino Statistico.

CUADRO 5
DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA NEGOCIALBLE POR INSTRUMENTOS (1)

	1989		1990		1991		1992		1993		1994 (marzo)	
	M. M.	\$	M. M.	%	M. M.	%						
BON	284.599	31,0	329.240	31,6	343.135	29,1	387.865	29,1	394.346	25,8	395.896	
CCT	367.565	40,1	422.086	40,6	433.811	36,7	495.924	37,2	517.537	33,9	519.737	
BTP	174.042	19,0	162.790	15,6	250.954	21,3	287.074	21,5	426.012	27,9	472.337	
CTE (2)	31.459	3,4	39.271	3,8	40.605	3,4	46.492	3,5	49.020	3,2	51.222	
CTO	15.214	1,8	43.375	4,2	66.375	5,6	70.247	5,3	63.205	4,1	63.205	
RESTO	43.582	4,8	45.117	4,3	45.607	3,9	46.364	3,5	75.810	5,0	77.506	
TOTAL	917.461	100,0	1042.879	100,0	1180.487	100,0	1333.986	100,0	1525.930	100,0	1579.903	

Fuente: Banca d'Italia.

(1) Datos a fin de período.
(2) Contravalor en liras.

BON (letras del tesoro); CCT (bonos a tipo variable); BTP (bonos a tipo fijo); CTE (bonos en ECU); CTO (bonos con opción de amortización anticipada).

CUADRO 6
EMISIONES NETAS (1)

	1989		1990		1991		1993		1994 (marzo)	
	m.m.	%	m.m.	%	m.m.	%	m.m.	%	m.m.	%
BON ⁽²⁾	39.777	34,9	44.642	35,5	13.895	10,1	44.730	31,7	6.481	3,5
CCR	21.300	18,7	55.521	44,2	10.725	7,8	62.113	44,0	21.613	11,8
BTP	27.869	24,5	-11.392	-9,1	88.164	64,1	16.120	25,6	138.916	75,7
CIE (2)	7.209	6,3	7.094	5,6	1.538	1,1	280	0,2	-897	-0,5
CTO	15.620	13,7	27.161	21,6	23.000	16,7	3.871	2,7	-7.042	-3,8
RESTO	2.125	1,9	2.571	2,0	201	0,1	-5.796	-4,1	24.413	13,3
TOTAL	113.900	100,0	125.597	100,00	137.523	100,00	161.316	100,00	183.506	100,00
									53.626	

Fuente: Banca d'Italia.

(1) Datos a fin de período.

(2) Contraválor en liras.

BON (lletres del Tesoro); CCR (bonos a tipo variable); BTP (bonos a tipo fijo); CIE (bonos en Ecu); CTO (bonos con opción de amortización anticipada).

CUADRO 7
DISTRIBUCIÓN DE LOS INSTRUMENTOS POR TENEDORES (*)

	BOT	BTE	CCT	BTP	CIE	CDO	OTROS	TOTAL
RANCO DE ITALIA	0,1	2,2	4,9	15,2	0,3	5,9	16,0	6,5
SISTEMA BANCARIO	19,2	52,0	24,0	16,4	6,6	16,2	44,4	19,8
COMPañIAS DE RESURSOS	0,2	0,0	6,2	5,1	0,0	4,9	2,5	4,0
FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA	0,7	0,0	3,5	5,3	0,3	6,2	0,5	3,3
FONDOS DE PENSIONES	0,2	0,4	2,1	1,1	0,0	0,9	9,8	1,2
SECTOR PRIVADO Y NO RESIDENTES	79,5	45,4	59,3	56,9	90,7	65,9	125,9	65,2
PRO MEMORIA:								
TOTAL	100,0							

Fuente: Banca d'Italia.

(*) Datos en tanto por ciento, referidos a fin de 1993. Pueden surgir desajustes en los totales, debido al redondeo de los decimales.

BOT (letras del Tesoro); BTE (letras del Tesoro en ECU); CCT (bonos a tipo fijo); CIE (bonos en ECU); CDO (bonos con opción de amortización anticipada).

CUADRO 8

COMPOSICIÓN DE LA CARTERA DE LOS AGENTES

(Distribución porcentual *)

	BOT	BEX	CCF	BTP	CTR	CTO	OTROS	TOTAL
BANCO DE ITALIA	0,4	0,2	26,4	67,6	0,1	4,6	7,8	100,0
SISTEMA BANCARIO	26,0	1,3	42,6	24,1	1,2	4,2	0,5	100,0
COMPANÍAS DE SEGUROS	1,7	0,0	54,8	37,0	0,0	6,3	0,1	100,0
FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA	5,7	0,0	37,6	46,7	0,3	9,6	0,0	100,0
FONDOS DE PENSIONES	5,6	0,2	62,6	25,8	0,1	3,8	1,9	100,0
SECTOR PRIVADO Y NO RESIDENTES	32,7	0,3	32,0	25,3	4,0	5,2	0,4	100,0
PRO MEMORIA:								
TOTAL	26,8	0,4	35,2	29,0	2,8	5,1	0,4	100,0

Fuente: Banca d'Italia.

(*) Datos en tanto por ciento, referidos a fin de 1983. Pueden surgir desajustes en los totales, debido al redondeo de los decimales.

BOT (letras del Tesoro); BEX (letras del Tesoro en ECU); CCF (bonos a tipo variable); BTP (bonos a tipo fijo); CTR (bonos en ECU); CTO (bonos con opción de amortización anticipada).

CUADRO 9

FINANCIACIÓN NETA ANUAL POR AGENTES (*)

	1990	1991	1992	1993
BANCO DE ITALIA	-3,5	-1,8	10,7	7,0
SISTEMA BANCARIO	2,3	23,3	36,2	20,9
COMPANÍAS DE SEGUROS	7,6	7,1	7,6	6,8
FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA	3,6	5,6	1,6	10,6
FONDOS DE PENSIONES	1,7	1,7	0,4	0,2
NO RESIDENTES	14,0	10,6	1,6	38,4
SECTOR PRIVADO	74,3	53,5	41,9	16,0
PRO MEMORIA: EMISIÓNES NETAS	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuentes: Banca d'Italia.

(*) Datos en tanto por ciento, referidos a fin de 1993. Pueden surgir desajustes en los totales,
debido al redondeo de los decimales.

CUADRO 10
MERCADOS TELEMÁTICO Y DE FUTUROS (MIF) SOBRE TÍTULOS DEL ESTADO

PERÍODO	MERCADO TELEMÁTICO					MIF				
	INTERCAMBIOS					POSICIONES ABIERTAS				
	BOT	RTP	CTO	CIV	COT TIPO VARIABLE	TOTAL	PROMÉDIO BOLSA DE NÍMEH	CONTRATO A MEDIO PLAZO	CONTRATO A LARGO PLAZO	TOTAL
1990	21.374	125.905	50.178	104	229.790	427.351	34.096	--	--	--
1991	22.297	695.926	101.460	133	402.610	1.224.426	30.334	--	--	--
1991	24.709	1.198.776	51.625	--	379.587	1.654.597	44.938	12.165	130.109	142.274
1993	23.356	1.584.251	28.938	--	397.913	2.034.458	81.296	409.721	692.299	1.102.019
1993 IV TRIM.	7.282	236.144	25.404	--	136.719	405.549	6.987	--	--	--
1993 I TRIM.	4.393	309.355	22.084	--	113.661	449.493	8.100	--	--	--
1992 II TRIM.	5.947	394.898	16.806	--	127.815	545.466	9.044	--	--	--
1991 III TRIM.	4.912	245.914	5.180	--	55.650	311.656	11.505	--	27.778	27.778
1992 IV TRIM.	9.457	248.609	7.555	--	82.461	348.082	16.288	12.165	102.331	114.496
1991 I TRIM.	6.633	315.711	14.250	--	130.216	472.830	20.583	102.051	136.208	239.059
1991 II TRIM.	6.270	387.778	6.025	--	142.417	542.490	22.686	101.990	138.491	240.480
1993 III TRIM.	5.509	413.525	3.784	--	75.982	498.800	19.687	110.451	201.057	311.508
1993 IV TRIM.	4.944	467.237	4.879	--	43.278	520.338	16.340	94.430	216.543	310.972

Fuente: Banca d'Italia. Supplementi al Bollettino Statistico.

FUENTES Y BIBLIOGRAFÍA

BANCA D'ITALIA

Bollettino Economico, diversos números,
Banca d'Italia, Roma.

Bollettino Statistico, diversos números,
Banca d'Italia, Roma.

Relazione Annuale, 1992 y 1993, Banca
d'Italia, Roma.

Supplementi al Bollettino Statistico, diversos
números, Banca d'Italia, Roma.

BUTTIGLIONE, L. y DRUDI, F. (1994). Il mercato primario dei titoli di
Stato a medio e a lungo termine, Temi di
discussione, número 216, Banca d'Italia,
Roma.

COMITATO DI GESTIONE DEL

MERCATO DEI TITOLI DI STATO (1993). Mercato Telematico dei Titoli di
Stato, Comitato di Gestione, marzo, Roma.

CREDITO ITALIANO (1992)

The Italian Government Bond Market,
Credito Italiano, Milán.

GIOVANNINI, A. y PIGA, G. (1992) Understanding the high interest rates
on Italian government securities, Center for
Economic Policy Research, Londres.

MINISTERO DEL TESORO (1994) Decreto de 24 de febrero, Gazzetta Ufficiale della Repubblica, 2 de marzo, Roma.

ROSSI, N. y GIANNI, T.(1993) Italy's economic performance 1945-92,
Center for Economic Policy Research,
Londres.

DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 9311 **Fernando Restoy and G. Michael Rockinger:** On stock market returns and returns on investment.
- 9312 **Jesús Saurina Salas:** Indicadores de solvencia bancaria y contabilidad a valor de mercado.
- 9313 **Isabel Argimón, José Manuel González-Páramo, María Jesús Martín y José María Roldán:** Productividad e infraestructuras en la economía española. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9314 **Fernando Ballabriga, Miguel Sebastián and Javier Vallés:** Interdependence of EC economies: A VAR approach.
- 9315 **Isabel Argimón y M.* Jesús Martín:** Series de «stock» de infraestructuras del Estado y de las Administraciones Públicas en España.
- 9316 **Pedro Martínez Méndez:** Fiscalidad, tipos de interés y tipo de cambio.
- 9317 **Pedro Martínez Méndez:** Efectos sobre la política económica española de una fiscalidad distorsionada por la inflación.
- 9318 **Pablo Antolín and Olympia Bover:** Regional Migration in Spain: The effect of Personal Characteristics and of Unemployment, Wage and House Price Differentials Using Pooled Cross-Sections.
- 9319 **Samuel Bentolila y Juan J. Dolado:** La contratación temporal y sus efectos sobre la competitividad.
- 9320 **Luis Julián Álvarez, Javier Jareño y Miguel Sebastián:** Salarios públicos, salarios privados e inflación dual.
- 9321 **Ana Revenga:** Credibilidad y persistencia de la inflación en el Sistema Monetario Europeo. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9322 **María Pérez Jurado y Juan Luis Vega:** Paridad del poder de compra: un análisis empírico. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9323 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Productividad sectorial: comportamiento cíclico en la economía española.
- 9324 **Juan J. Dolado, Miguel Sebastián and Javier Vallés:** Cyclical patterns of the Spanish economy.
- 9325 **Juan Ayuso y José Luis Escrivá:** La evolución del control monetario en España.
- 9326 **Alberto Cabrero Bravo e Isabel Sánchez García:** Métodos de predicción de los agregados monetarios.
- 9327 **Cristina Mazón:** Is profitability related to market share? An intra-industry study in Spanish manufacturing.
- 9328 **Esther Gordo y Pilar L'Hotellerie:** La competitividad de la industria española en una perspectiva macroeconómica.
- 9329 **Ana Buisán y Esther Gordo:** El saldo comercial no energético español: determinantes y análisis de simulación (1964-1992).
- 9330 **Miguel Pellicer:** Functions of the Banco de España: An historical perspective.
- 9401 **Carlos Ocaña, Vicente Salas y Javier Vallés:** Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989.
- 9402 **P. G. Fisher and J. L. Vega:** An empirical analysis of M4 in the United Kingdom.
- 9403 **J. Ayuso, A. G. Haldane and F. Restoy:** Volatility transmission along the money market yield curve.
- 9404 **Gabriel Quiróz:** El mercado británico de deuda pública.
- 9405 **Luis J. Álvarez and Fernando C. Ballabriga:** BVAR models in the context of cointegration: A Monte Carlo experiment.

- 9406 **Juan José Dolado, José Manuel González-Páramo y José M.^a Roldán:** Convergencia económica entre las provincias españolas: evidencia empírica (1955-1989).
- 9407 **Ángel Estrada e Ignacio Hernando:** La inversión en España: un análisis desde el lado de la oferta.
- 9408 **Ángel Estrada García, M.^a Teresa Sastre de Miguel y Juan Luis Vega Croissier:** El mecanismo de transmisión de los tipos de interés: el caso español.
- 9409 **Pilar García Perea y Ramón Gómez:** Elaboración de series históricas de empleo a partir de la Encuesta de Población Activa (1964-1992).
- 9410 **F. J. Sáez Pérez de la Torre, J. M.^a Sánchez Sáez y M.^a T. Sastre de Miguel:** Los mercados de operaciones bancarias en España: especialización productiva y competencia.
- 9411 **Olympia Boero and Ángel Estrada:** Durable consumption and house purchases: Evidence from Spanish panel data.
- 9412 **José Viñals:** La construcción de la Unión Monetaria Europea: ¿resulta beneficiosa, en dónde estamos y hacia dónde vamos? (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9413 **Carlos Chuliá:** Los sistemas financieros nacionales y el espacio financiero europeo.
- 9414 **José Luis Escrivá y Andrew G. Haldane:** El mecanismo de transmisión de los tipos de interés en España: estimación basada en dasagregaciones sectoriales. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9415 **M.^a de los Llanos Matea y Ana Valentín Regil:** Métodos para la extracción de señales y para la trimestralización. Una aplicación: Trimestralización del deflactor del consumo privado nacional.
- 9416 **José Antonio Cuenca:** Variables para el estudio del sector monetario. Agregados monetarios y crediticios, y tipos de interés sintéticos.
- 9417 **Ángel Estrada y David López-Salido:** La relación entre el consumo y la renta en España: un modelo empírico con datos agregados.
- 9418 **José M. González Mínguez:** Una aplicación de los indicadores de discrecionalidad de la política fiscal a los países de la UE.
- 9419 **Juan Ayuso, María Pérez Jurado y Fernando Restoy:** ¿Se ha incrementado el riesgo cambiario en el SME tras la ampliación de bandas? (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9420 **Simon Milner and David Metcalf:** Spanish pay setting institutions and performance outcomes.
- 9421 **Javier Santillán:** El SME, los mercados de divisas y la transición hacia la Unión Monetaria.
- 9422 **Juan Luis Vega:** ¿Es estable la función de demanda a largo plazo de ALP?
- 9423 **Gabriel Quirós:** El mercado italiano de deuda pública.

(1) Los Documentos de Trabajo anteriores figuran en el catálogo de publicaciones del Banco de España.

Información: Banco de España
Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión
Teléfono: 338 51 80
Alcalá, 50. 28014 Madrid