

EL MERCADO BRITÁNICO DE DEUDA PÚBLICA

Gabriel Quirós

EL MERCADO BRITÁNICO DE DEUDA PÚBLICA

Gabriel Quirós (*)

(*) Agradezco los comentarios y sugerencias realizados por Javier Aríztegui, Gonzalo Gil y Esteban Róspide, de los que se ha beneficiado el trabajo. No obstante, la responsabilidad es exclusiva del autor.

Banco de España - Servicio de Estudios
Documento de Trabajo nº 9404

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: 84-7793-286-7

Depósito legal: M-5489-1994

Imprenta del Banco de España

R E S U M E N

El mercado británico de deuda pública constituye un modelo específico en relación con otros mercados nacionales de deuda pública, lo que puede servir como referencia útil en el estudio comparado de los mismos. En el caso de la deuda negociable a medio y largo plazo, entre sus características singulares destacan la organización del mercado secundario, la del mercado primario y la regulación de las operaciones, donde sobresale la prohibición de operaciones como el repo americano o la simultánea española. De esto se deriva que la participación de los distintos grupos de agentes es muy distinta de la correspondiente a otros mercados, como el español: en concreto, la actividad del sistema bancario y la de los no residentes es reducida. Por otra parte, la demanda de deuda pública de las familias se desvia preferentemente hacia títulos públicos no negociables, a través de los que el Tesoro obtiene una parte significativa de su financiación.

1. INTRODUCCION

En este documento se exponen algunos de los aspectos más relevantes del mercado británico de deuda pública, en especial del mercado de deuda a medio y largo plazo del gobierno británico, negociable y denominada en libras esterlinas (en lo sucesivo, **mercado de bonos**). Además, se presentan los elementos característicos de la política de promoción de instrumentos no negociables entre inversores residentes en el Reino Unido.

La motivación última del trabajo reside en que la progresiva integración de los mercados de deuda pública nacionales exige un mejor conocimiento de los mercados más importantes. El estudio de mercados alternativos -en este caso, al español- es no solo interesante para los inversores y operadores, sino también para las propias autoridades que gestionan los mercados de deuda pública, dada la creciente competencia en la captación de financiación internacional, que implica la mayor integración de los mercados. Por otra parte, el mercado británico de deuda reúne una serie de características singulares que lo convierten en un caso específico entre los mercados de deuda más desarrollados y, por lo tanto, en una referencia útil en el estudio comparado de los mismos.

Este documento, por tanto, pretende ofrecer una primera aproximación que oriente sobre las características fundamentales del mercado británico, con esa perspectiva; por ello se realiza un contraste de algunos resultados con los correspondientes al mercado español. Con el objeto de ofrecer un resumen introductorio, en primer lugar, se esbozan los rasgos generales. En el apartado 3, se presenta la organización del mercado secundario. En la sección 4, se exponen los principales instrumentos y técnicas de emisión. En el apartado 5, se analiza la distribución del saldo vivo de deuda pública por instrumentos y tenedores. El apartado 6 se dedica al tipo de operaciones desarrolladas en el mercado secundario, con especial referencia al préstamo de valores, por tratarse de uno de los elementos distintivos del mismo.

El apartado 7 se dedica a los instrumentos no negociables emitidos por el Tesoro británico, que tienen una larga tradición y considerable popularidad e importancia. El apartado 8 recoge dos temas complementarios, fiscalidad y tratamiento del riesgo en la intermediación. Finalmente, se realiza un breve comentario conclusivo.

2. RASGOS GENERALES

La razón de la existencia de los mercados de deuda pública estriba, obviamente, en la conveniencia de satisfacer las necesidades financieras de las Administraciones Públicas a través de mecanismos de mercado. Este principio elemental es útil, sin embargo, para iniciar el estudio del mercado británico. Esto se debe al hecho de que, en los últimos años, las necesidades financieras del sector público británico han sufrido fuertes cambios, de signo y nivel, lo que ha incidido en el grado relativo de eficiencia con que se ha contemplado el mercado en cada período.

Por otra parte, destaca un hecho histórico de gran relevancia: el mercado británico de deuda es el más antiguo de los mercados nacionales de deuda. De esto se deriva que no se ha podido beneficiar en la misma medida de las innovaciones financieras y de las mejoras en la organización, que han ido introduciendo otros mercados surgidos posteriormente y que, a su vez, tomaban como punto de partida las experiencias propias y ajenas.

Si, además de todo lo anterior, se tiene en cuenta que el propio programa a largo plazo de los gobiernos británicos en los últimos 15 años incluía una reducción del sector público y una autofinanciación del mismo, se puede entender que entre los objetivos prioritarios de las autoridades competentes no figurara la modernización del mercado de deuda pública, que debería ir perdiendo importancia en la medida en que se cumplieran aquellos objetivos político-económicos.

La consecuencia de todo ello ha sido el mantenimiento de un mercado de deuda que no se ha visto beneficiado por la desregulación común a otros mercados financieros británicos, considerablemente segmentado y con algunos problemas de eficiencia.

Por otra parte, la reducción relativa, e incluso cuantitativa, del endeudamiento acumulado por el sector público británico entre 1986 (44,7% del PIB) y 1991 (34,7% del PIB), de forma ininterrumpida, ha sido particularmente importante en el caso de la deuda pública negociable a medio y largo plazo. En efecto: el mercado de bonos ha sufrido una reducción de su saldo vivo desde 134.195 millones de libras esterlinas en 1988 a 106.995 millones en 1991. Esta reducción del saldo, en un 20% aproximadamente, ha debido de tener repercusiones negativas en la liquidez de la que ha gozado el mercado en esos años. En el gráfico 1, se puede observar cómo el valor total de la negociación se redujo entre 1987 y 1990; por otra parte, hay que esperar hasta 1992 para que el valor total de la negociación realizada supere al alcanzado en 1987. En cambio, el tamaño medio de las operaciones ha mantenido un incremento sostenido durante esos años, contrarrestando la pérdida de liquidez que se desprende de los importes negociados¹. A pesar de ello, el mercado británico es el cuarto mercado europeo por tamaño (véase gráfico 2) y su saldo vivo de bonos es, aproximadamente, tres veces el español.

Conviene adelantar en esta panorámica general que en el mercado británico están prohibidas las operaciones simultáneas y, por supuesto, las operaciones dobles con pacto de reversión -los **repos** españoles-. Se trata, por tanto, de un mercado a vencimiento, donde el único tipo de operaciones asimilables a las operaciones dobles son las operaciones de préstamo de valores con colateral realizadas únicamente por los creadores de mercado, a través de unos **brokers** dedicados exclusivamente a este negocio.

De lo anterior se deriva un fenómeno de primera importancia: en este mercado, la mayor parte de sus participantes no puede financiarse mediante la cesión de sus títulos a otros agentes; por tanto, la adquisición de títulos públicos habrá de ser financiada con sus propios fondos, o con los obtenidos en otros mercados.

¹ De ambos datos se puede concluir, por otro lado, que la participación relativa de los grandes inversores ha aumentado en ese período.

Obsérvese la diferencia que resulta de lo comentado, entre los mercados español y británico. En el mercado español, los dos grupos más importantes de agentes, las entidades de crédito y los no residentes, o bien financian la práctica totalidad de su cartera, o bien una parte significativa de la misma: el primer caso corresponde a las entidades bancarias, mediante la cesión temporal de títulos a sus clientes; el segundo caso está constituido por los no residentes, mediante las operaciones simultáneas. Ambas estrategias no son posibles en el mercado británico, por lo que la participación de ambos grupos es mucho menor que en el mercado español.

Surge de todo ello un mercado orientado, en efecto, hacia inversores finales: entidades de inversión colectiva, fondos de pensiones, compañías de seguros y personas físicas; y, en concreto, no se da la transformación de los títulos públicos en productos bancarios a través de las cesiones de deuda, característica del mercado español.

Otro rasgo definitorio, que es preciso mencionar previamente, consiste en que la política de financiación a través del mercado de bonos corresponde al Banco de Inglaterra y no al Tesoro. Por tanto, las decisiones sobre instrumentos, técnicas, rendimientos ofrecidos y convocatoria de las subastas corresponden exclusivamente al Banco de Inglaterra, a través de su dirección general **Money and Gilt-Edged Markets Division**. Se trata, por tanto, de la unificación de la instrumentación de la política monetaria y de la política de deuda pública. En este sentido, el mercado británico constituye un modelo de referencia, frente a la estricta división y separación de aquellas funciones en el caso alemán.

La asignación al Banco de Inglaterra de la política de gestión y emisión de deuda pública negociable no se mantiene, sin embargo, en el caso de la deuda pública no negociable. En este caso, las funciones corresponden exclusivamente al Tesoro británico. Al igual que en otros países desarrollados (Bröker, 1993), la promoción de instrumentos no negociables entre ahorradores y algunas instituciones - fundamentalmente, instituciones sin ánimo de lucro- constituye una aportación significativa a la financiación del sector público, que tiene

como característica diferenciadora, frente a la deuda negociable, su estabilidad, tanto del flujo de financiación como de su coste.

Por último, en cuanto a los instrumentos negociables, cabe destacar su diversidad, así como el papel desempeñado por las letras del Tesoro. En realidad, las Letras del Tesoro constituyen un instrumento de gestión monetaria, antes que de financiación del sector público. A diferencia de lo que sucede con el resto de los instrumentos, existe un calendario preciso (se emiten todas las semanas) y la emisión neta ofrecida por el Banco de Inglaterra se fija en función del volumen de drenaje de liquidez en el mercado monetario que se tenga como objetivo. Por tanto, en la información estadística pueden aparecer diferencias considerables sobre la hipotética contribución de las letras del Tesoro a la financiación pública, según el momento al que se refiera la misma. Por esta razón, no se presta aquí una atención individualizada a este instrumento.

3. ORGANIZACION DEL MERCADO SECUNDARIO DE BONOS

El mercado británico de bonos adquiere su actual configuración, a raíz de las reformas efectuadas en los años 1985 y 1986, como parte de los cambios introducidos en los mercados británicos durante esos años, conocidos como **Big Bang**. Sin embargo, inmediatamente hay que añadir que, en la medida en que el **Big Bang** implicó desregulación, esta se aplicó en una dosis muy reducida al mercado de bonos. Es más: este puede calificarse como un mercado con una regulación restrictiva, lo que parece haber tenido como consecuencia la reducción de su liquidez y eficiencia.

Destaca el papel desempeñado por los creadores, hasta el extremo de poder afirmar que toda la organización del mercado está dirigida a reforzar la posición de los mismos (véase gráfico 3). Como principal contraprestación, se exige a estos que se constituyan mediante una capitalización separada, de forma que el capital de un creador hará frente, exclusivamente, a los riesgos potenciales surgidos en el mercado de deuda pública. Obviamente, a pesar de que se constituyan como sociedades separadas, los creadores de mercado británicos están participados y se integran dentro de los grandes grupos financieros presentes en los mercados londinenses.

La razón por la cual los creadores de mercado deben tener un tratamiento tan favorable es la de que el funcionamiento adecuado de los mismos promueve la liquidez del mercado². Junto a las concesiones habituales de **relación directa** con el Banco Central y acceso reservado a los **brokers ciegos**, los creadores británicos tienen el privilegio de ser los únicos participantes en el mercado que pueden realizar operaciones de toma temporal de títulos³, puesto que son los únicos agentes que pueden constituirse en prestatarios⁴. En un mercado donde no está permitido ningún otro tipo de operación doble, esa restricción constituye un privilegio de primera importancia⁵, que les permite tanto financiar parte de su cartera como maximizar el rendimiento de la misma.

El número de creadores es variable -en la actualidad, diecinueve- y son elegidos y supervisados por el Banco de Inglaterra. La obligación de cotizar en firme, de forma continua y en cualquier condición, no se mantiene en relación con otros miembros del mercado.

La actividad de los creadores se desarrolla, sobre todo, a través de diferentes tipos de intermediarios o **brokers**. Existen, básicamente, tres clases de intermediarios con cometidos distintos, que facilitan el funcionamiento general del mercado; dos de ellos, en particular, sirven exclusivamente a los creadores.

En primer lugar, hay tres **brokers ciegos** (**Inter-Dealer Brokers**), cuyo papel es similar al desempeñado en otros mercados de deuda y que consiste en negociar valores en el núcleo central del mercado sin

² Como explicación adicional puede considerarse que la liquidez de este mercado, desde la perspectiva de los años de la reforma, 1985 y 1986, iba a verse reducida de forma progresiva como consecuencia de la disminución del saldo vivo de deuda en circulación que se proyectaba y que, efectivamente, tuvo lugar entre 1989 y 1991.

³ En el apartado 6 se desarrollan estos aspectos.

⁴ Más explícitamente, son los únicos agentes que pueden constituirse tanto en prestamistas como prestatarios, lo que les permite tanto cubrir sus posiciones cortas de valores, como financiar sus posiciones largas.

⁵ En realidad, también las Discount houses pueden tomar prestados valores públicos, pero por razones exclusivas de instrumentación de la política monetaria, ya que están obligadas a entregarlos inmediatamente al Banco de Inglaterra como colateral en la obtención de liquidez.

desvelar a las partes la identidad de la contrapartida. Los brokers ciegos no son intermediarios legalmente necesarios en las operaciones simples que realizan los creadores; sin embargo, en la práctica, la casi totalidad de la actividad entre creadores de mercado pasa por los brokers ciegos, de forma que la contratación directa entre creadores es prácticamente inexistente. En segundo lugar, están los Stock Exchange Money Brokers (en adelante, Money Brokers) que constituyen una figura peculiar del mercado británico. Posiblemente, su razón última se deriva de las restricciones impuestas al tipo de operaciones, ya que cualquier operación de préstamo de valores ha de ser intermediada necesariamente por los ocho Money Brokers existentes.

En tercer lugar, la actividad de los creadores se abre hacia los inversores últimos, bien directamente, bien a través de otro tipo de intermediarios: las sociedades y agencias de valores que canalizan hacia los mercados financieros la demanda de los inversores finales⁶. Cuando lo hacen directamente, su contrapartida está constituida, en su mayor parte, por grandes inversores institucionales; en ocasiones, algunos creadores dan contrapartida también a **pequeños** inversores⁷. Las sociedades y agencias de valores son los únicos agentes de los mencionados hasta aquí que no están especializados o circunscritos al mercado de deuda o al mercado monetario, sino que, como en el caso español, pueden actuar también en el mercado de renta fija y variable privada. Ambos tipos de mediadores sirven de puente entre los creadores de mercado y los inversores finales. La única diferencia entre ambos consiste en que las sociedades de valores pueden mantener una cartera de títulos y ofrecer contrapartida en nombre propio a sus clientes.

En cuanto a la supervisión y control del mercado, se debe señalar que todos sus miembros lo son de la Bolsa de Valores de Londres y, como

⁶ Se trata de los **brokers-dealers** y **agency-brokers**, cuya réplica, en efecto, en el mercado español está constituida por las sociedades y agencias de valores, respectivamente.

⁷ Se trata de operaciones entre un cuarto de millón y dos millones de libras. A pesar de que el coste de la transacción para el creador es relativamente alto, la razón de su participación en este negocio al por menor estriba en la valoración del flujo de información proveniente de los inversores últimos que ello representa.

tales, están sujetos a las reglas y regulaciones de la misma. Ahora bien: el nombramiento y supervisión de los miembros del mercado corresponde a la Securities and Futures Association (SFA) y, en representación de la SFA, al Banco de Inglaterra. En la práctica, el nombramiento y supervisión de la SFA se limita a las sociedades y agencias de valores, mientras el Banco de Inglaterra hace lo propio con creadores, Money Brokers y brokers ciegos. De esta forma, la Bolsa y la SFA tienden a proteger a los inversores últimos y a regular la actividad de sus intermediarios, mientras el banco emisor hace el seguimiento de los miembros que conforman el núcleo del mercado secundario.

Por último, dos aspectos más pueden resaltarse en relación con el papel desempeñado por el Banco de Inglaterra. Por un lado, el Banco de Inglaterra actúa como contrapartida de última instancia con los creadores de mercado. Esto significa que, cuando un creador no encuentra valores de una determinada emisión, o bien necesita liquidez y no tiene comprador o prestatario para los títulos de su cartera, puede acudir a aquel y realizar una permuta de valores, pero no una operación de compraventa, salvo en casos excepcionales.

Por otro, el Banco de Inglaterra, junto con la Bolsa de Londres, implantó en enero de 1986 un sistema de anotaciones en cuenta. En marzo de 1993, en torno al 90% del saldo vivo de bonos se mantenía en anotaciones. El funcionamiento de la Central de Anotaciones británica (Central Gilt Office) se basa en el principio de entrega contra pago, común a otros mercados europeos en términos generales. En cambio, se separa de algunos en que no está conectada a Euroclear y Cedel, lo que constituye un obstáculo para la gestión de una cartera global de títulos, como suele ser el caso de los grandes inversores internacionales.

4. MERCADO PRIMARIO DE BONOS. TECNICAS E INSTRUMENTOS

Como elementos más relevantes del mercado primario destacan los siguientes: los títulos públicos son emitidos por el Banco de Inglaterra, no por el Tesoro británico; no hay calendario de emisiones; se utilizan dos técnicas de emisión, **ofertas públicas** y **tap sales**, cuyas diferencias fundamentales están constituidas por el volumen emitido y por el tipo de

participantes; y existe una amplia variedad de instrumentos. Las ofertas públicas, a su vez, pueden tomar la forma de **auction** o **tender**, siendo la primera la más frecuente, sobre todo en los últimos años (de hecho, la última **tender** tuvo lugar en 1991).

Una **auction** es asimilable a una subasta de precios, en la que, no obstante, se aceptan pujas tanto competitivas como no competitivas. Las pujas competitivas han de ser, al menos, de £500.000. Los participantes en la subasta pueden ser creadores de mercado u otros agentes. Estos últimos pueden pujar a través de los propios creadores, o bien a través de la cumplimentación de una solicitud efectuada a través del Banco de Inglaterra o sus sucursales, de las oficinas de la Bolsa de Valores de Londres, o del Banco de Irlanda, en Belfast. En el anuncio que sirve de convocatoria para la subasta, se hace referencia al importe, pero el emisor se reserva siempre el derecho de no adjudicar toda la deuda ofertada, si lo estima conveniente. En este caso, la deuda no emitida pasará a la cartera del Banco de Inglaterra y la pondrá en circulación, más adelante, mediante una **tap sale**.

Una **tender** es un tipo de subasta en el que se anuncia, además, un precio mínimo en la convocatoria. Las pujas se realizarán a ese precio o a otro superior. A diferencia de la **auction**, en una **tender**, el precio al que **corta** el Banco de Inglaterra es el aplicado a todos los demandantes cuyos precios ofrecidos sean iguales o superiores al de corte.

Existe una diferencia fundamental entre ambos tipos de subastas, con respecto al precio pagado por los participantes. En el primer caso, las pujas competitivas pagarán siempre el precio solicitado, independientemente de que este sea superior, igual o inferior al precio medio ponderado resultante de la emisión; este último solo se aplicará a las solicitudes no competitivas. En el caso de una **tender**, por el contrario, el emisor, a la vista de los precios solicitados, fijará un precio que será común para todos los participantes que reciban títulos.

En consecuencia, el sistema de subasta utilizado por el Tesoro español en las emisiones de bonos y obligaciones -la técnica **holandesa corregida**- se puede comparar a la **auction**, pero con la diferencia de

que, mientras en esta cada participante en la subasta competitiva recibe títulos al precio individualmente ofrecido, en el caso español, los participantes que han ofrecido precios superiores al precio medio ponderado pagan este último.

En cuanto a la **tap sale**, la forma más intuitiva de definirla es la de una mini-subasta en la que participan exclusivamente los creadores. Se trata de una vía que permite aumentar el tamaño de emisiones ya existentes, mediante la puesta en circulación de tramos adicionales. Estos se distinguen de la emisión inicial tan solo durante el tiempo que transcurre entre la puesta en circulación del nuevo tramo y el pago de cupón inmediato de la referencia de que se trate. Los importes son reducidos (normalmente, inferiores a £500 millones). Además, como ya se ha mencionado, este mecanismo sirve para poner en circulación papel existente en la cartera del Banco de Inglaterra, anteriormente emitido a través de una oferta pública y no adjudicado.

Obsérvese que la utilización del mecanismo **tap sale** otorga una considerable flexibilidad y discrecionalidad a la política de emisiones, que se añade a las derivadas de la inexistencia de un calendario público de emisiones a lo largo del ejercicio presupuestario. Por otra parte, si este tipo de emisión se utiliza exclusivamente cuando el mercado es alcista -como parece ser el caso-, los precios ofrecidos por los creadores serán superiores a los correspondientes a la oferta pública que puso en circulación la emisión correspondiente. Esto podría interpretarse como una forma de minimizar el coste de la deuda, consistente en aprovechar pequeños movimientos favorables del mercado que, en el caso de una salida superior de papel, podrían ser anulados.

Por lo que se refiere al tipo de instrumentos, se pueden señalar como aspectos más destacados los siguientes:

En primer lugar, hay una amplia variedad de plazos de emisión. Entre 3 y 25 años, para el caso de los bonos a tipo fijo; y superiores para los bonos indicados, en los que se alcanzan los 35 años.

En segundo lugar, existen, como se acaba de adelantar, dos clases básicas de bonos: **convencionales** o con tipo fijo, e **indiciados**. Además, hay 8 emisiones denominadas **undated**, sin vencimiento determinado, a tipo fijo, que el Estado no tiene obligación de amortizar (deuda perpetua). En el caso de los bonos indiciados, tanto el interés nominal como el principal son ajustados a la evolución del índice de precios del consumo. En cualquier caso, estos dos últimos tipos de bonos representan una proporción muy reducida respecto del saldo vivo de bonos: el 11% son bonos indiciados y el 2% son de vencimiento indeterminado, frente al 87% de los bonos convencionales.

Además, algunas emisiones pueden ser también **convertibles**, de forma que en el momento de la emisión se especifican unas fechas determinadas en las que los tenedores pueden ejecutar una opción de conversión, normalmente, hacia una emisión de vencimiento posterior. Hay, en fin, otros dos tipos de títulos: títulos al portador -que no están anotados en cuenta- y títulos **double-dated** (de doble fecha) que dan al Estado la opción de amortizarlos anticipadamente, en cualquier momento, a partir de la primera fecha, con el solo requisito de que sea anunciado con tres meses de antelación.

5. DISTRIBUCION DE LA DEUDA POR INSTRUMENTOS Y TENEDORES

En el cuadro 2, se presenta la distribución por instrumentos de la deuda pública británica. Se distingue entre **deuda circulante** y tenencias oficiales. El primer término corresponde al utilizado en las estadísticas oficiales como **market holdings**, que es más fácilmente definible como la deuda que no está en poder de instituciones como el Banco de Inglaterra, así como otros organismos de la administración central. Las tenencias oficiales incluyen, sobre todo, los anticipos al Tesoro del Banco de Inglaterra y su cartera de bonos, especialmente importante debido a las técnicas de emisión, que se han expuesto en el apartado anterior.

Como es habitual, destaca la participación de la deuda interna, denominada en libras esterlinas, con más del 90% de los saldos en circulación; en marzo de 1993, la deuda externa en divisas alcanzó una participación relativamente importante, lo que se produjo coincidiendo

con la salida de la libra del mecanismo de cambios del SME⁸. Otro elemento que debe subrayarse, en especial si se compara con países como España, es la escasa participación de las Letras del Tesoro. Por último, se observa una ligera caída relativa de la deuda no negociable colocada a través del Department of National Savings (que se describe en la sección 7), como consecuencia, sobre todo, del aumento de las emisiones de bonos y de deuda en divisas; pese a ello, hay que subrayar que, aproximadamente, una quinta parte del total se ha colocado por este canal especial de financiación.

Más interesante resulta el análisis de la distribución de los saldos de deuda por tenedores (véase cuadro 3). En primer lugar, resalta la escasa participación de los no residentes (12,5%), y, al igual que en el mercado español, su concentración casi exclusiva en el mercado de bonos. Esto muestra la escasa atracción que el mercado británico de deuda ejerce sobre los inversores internacionales, lo que resulta especialmente llamativo si se tiene en cuenta el papel que desempeña Londres como centro financiero internacional. Otro fenómeno importante, en especial si se vuelve a comparar con el caso español, es el papel marginal del sistema bancario en este mercado, pues su cartera de bonos representa solo el 5,6% del saldo vivo. Ambos resultados confirman que los dos tipos de agentes mencionados tienen un interés reducido en un mercado relativamente cerrado en el que no pueden financiarse directamente, al no estar autorizadas las operaciones *repo* o las simultáneas.

A su vez, las personas físicas y otros (entre los que se incluyen instituciones sin ánimo de lucro) mantienen la tercera parte de la deuda. Sin embargo, se observa una composición de su cartera que confirma algunos argumentos desarrollados anteriormente: ausencia de las Letras del Tesoro y escasa participación de los bonos negociables; y, por otra parte, una proporción muy alta de su cartera está constituida por

8

Hasta esa fecha, la deuda externa en divisas había estado siempre por debajo de los 10.000 millones de libras. Días antes de la salida del mecanismo de cambios, el gobierno inglés anunció una emisión jumbo, con el fin de financiar las intervenciones en los mercados cambiarios, necesarias para mantener la libra en el SME.

instrumentos no negociables, emitidos por el Department of National Savings.

Por lo que se refiere a la participación indirecta del público en el mercado de bonos, a través de las instituciones de inversión colectiva, tampoco alcanza valores destacados. En estas condiciones, los fondos de pensiones y, sobre todo, las compañías de seguros se convierten en los principales inversores del mercado británico de bonos, ya que conjuntamente controlan cerca del 60% del total de bonos en circulación fuera de las carteras oficiales.

Por último, se debe reseñar que del total de bonos emitidos, el 5,6% son tenencias oficiales, que, en su mayor parte, constituyen la cartera del Banco de Inglaterra, lo que está relacionado con la existencia del sistema *tap sale* y la política de gestión de la deuda.

En conclusión: del análisis de la distribución de la deuda por instrumentos y tenedores, destaca la peculiaridad del mercado inglés como mercado escasamente participado por entidades bancarias y no residentes, especializado en instrumentos apropiados para compañías de seguro y fondos de pensiones, y en el que los títulos no negociables aptos para el ahorro popular tienen una importancia singular.

6. TIPO DE OPERACIONES. EL PRESTAMO DE VALORES⁹

En el mercado británico de deuda pública, están reguladas y funcionan de forma similar a otros países las operaciones típicas de los mercados más desarrollados, con una importante excepción: no existen las operaciones dobles, como los *repos* y *simultáneas* españoles, o el *repo* americano. Por tanto, son habituales todos los tipos de operaciones a vencimiento, al contado o a plazo; existe también un mercado *gris*, o para cuando se emita y, por supuesto, mercados desarrollados de futuros y opciones. En este sentido, por tanto, la diferenciación del mercado británico reside en la configuración del préstamo de valores al que se destinará este apartado.

⁹

Este apartado se basa en Oficina de Operaciones (1993), cuyo epígrafe III.1 se reproduce.

Frente a la prohibición de las operaciones dobles, existe un tipo de operación que, aunque solo parcialmente, es asimilable a una operación doble: el préstamo de valores -en este caso, de bonos-, colateralizado o garantizado con cualquier otro activo (incluso aval bancario) aceptado por el prestamista. La regulación restrictiva, por otra parte, se aplica no solo a las operaciones, sino también a los miembros del mercado, al discriminar entre los agentes participantes en el mismo, de forma que tanto los prestamistas como los prestatarios son rigurosamente designados como tales, quedando circunscritos a determinados agentes del mercado así elegidos.

En el documento oficial del Banco de Inglaterra que puso las bases para la organización actual del mercado británico de deuda pública (Banco de Inglaterra, 1985), se expone que, inicialmente, solo los creadores de mercado podrán constituirse en prestamistas y prestatarios de bonos. No obstante, el Banco continuará considerando las vías para aumentar el volumen de valores disponibles para tomar prestados (párrafo 15).

El objetivo era el de facilitar a los creadores de mercado un tipo de operaciones que les permitiera tomar valores a préstamo para entregar los valores vendidos y no disponibles y, además, asegurarles una vía de financiación de sus carteras. Ambos tipos de operaciones no se realizan directamente con los prestamistas o prestatarios de los valores, sino a través de intermediarios especializados, los Money Brokers. El creador de mercado toma prestados valores de un Money Broker que, a su vez, los ha recibido de un tenedor que disponga de la condición de institución prestamista¹⁰. La contrapartida de estas operaciones implica, siempre, la movilización de una garantía, que deberá ser entregada por el creador al Money broker y por este al prestamista. Todos estos movimientos se realizan a través de la Central de Anotaciones. La garantía, o colateral, consiste, normalmente, en efectivo, pero también puede tratarse de otros valores que el creador disponga en su cuenta en la Central de

¹⁰ Las instituciones que deseen acceder a la condición de prestamista de valores tramitan su solicitud a través de un Money broker, que es el que, normalmente, intermediará en sus operaciones de préstamo.

Anotaciones, de certificados de depósito, de otro tipo de valores o, incluso, de un aval bancario.

Existen dos tipos de préstamos: a la vista y a fecha fija. En los préstamos a la vista, el instrumento es devuelto, simplemente, cuando el creador ya no lo necesita. En los últimos años están aumentando más los préstamos a fecha fija.

La obtención de una comisión, que depende del tipo de instrumentos objeto del préstamo y del utilizado como colateral, es el incentivo que tiene el prestamista para realizar la operación. Normalmente, un préstamo a la vista puede costar al creador de mercado entre 7/16 y 1/2 puntos porcentuales, en tasa anual, sobre el valor del préstamo; los préstamos a fecha fija tienen un abanico de comisiones más amplio, entre 1/4 y 1 punto porcentual. El intermediario retendrá entre 1/16 y 1/8 de punto, pasando el resto al prestamista.

Así, pues, este tipo de préstamo de valores es asimilable a una operación simultánea, con una regulación muy restrictiva de compradores, vendedores e intermediarios, y está diseñado para satisfacer las necesidades de valores de los creadores de mercado, sirviendo, por tanto, para aumentar su liquidez. Puesto que las operaciones simultáneas no están permitidas, el préstamo de valores constituye el único tipo de operación asimilable a una operación doble en ese mercado, sin que se pueda encontrar una razón clara a esta restricción¹¹. En cualquier caso, aunque cumple una función económica semejante, subsisten importantes diferencias, ya que, mientras el préstamo británico es una operación a la medida, de negociación inevitablemente compleja, el mercado de *repos* y simultáneas se caracteriza por la liquidez y simplicidad, lo que le proporciona una mayor agilidad en la gestión de las carteras.

¹¹ En Banco de Inglaterra (1985), se decía: "The Bank is not prepared at this stage -essentially for prudential reasons- to envisage the development of an unregulated market in repurchase agreements in government securities such as exists in the United States". Resulta interesante observar que la justificación oficial se basa en consideraciones de riesgo y que se trata de establecer claras diferencias con el mercado estadounidense. La razón más importante, no obstante, parece consistir, simplemente, en la tradición: históricamente se han realizado un tipo de operaciones y no otras, siendo consideradas, además, como sustitutivas.

7. PROMOCIÓN DE INSTRUMENTOS NO NEGOCIABLES ENTRE INVERSORES RESIDENTES

Una forma de financiación del Tesoro británico, completamente separada del mercado de bonos, está constituida por la emisión de instrumentos no negociables a través del Department of National Savings, no por el Banco de Inglaterra. Esta es una institución que tiene un origen de carácter social más que financiero y que se remonta a 1860. Su objetivo fundacional era el de ofrecer una vía atractiva de materializar el ahorro de las rentas medias y bajas.

La peculiaridad de esta institución, sin embargo, no impide que su contribución a la financiación del sector público británico sea bastante importante: exceptuando los cuatro ejercicios fiscales en que se produjeron superávits presupuestarios, en el período que va de 1983 a 1993, se estima que la contribución media a las necesidades de financiación netas ha sido del 39% (véase cuadro 4). Precisamente, en los ejercicios presupuestarios 1991/92 y 1992/93, se han obtenido las aportaciones de fondos más pequeñas: 22,8% y 12%, respectivamente.

La utilización de este mecanismo de financiación aparece como secundaria y complementaria de la emisión de bonos, siendo el criterio de minimización del coste de la deuda el que determina la intensidad de las emisiones. Por otro lado, es importante hacer notar que, posiblemente, una buena parte de los inversores en este tipo de activos tiene un grado de información, una formación de expectativas y unos objetivos, en general, distintos de otros inversores más inclinados hacia bonos: se trata, en cierta medida, de captación de ahorro popular frente a inversiones financieras.

En ese sentido, resulta coherente que, en los dos últimos ejercicios, la financiación neta obtenida a través de instrumentos no negociables se haya reducido de forma relativa: la caída de las rentabilidades en los mercados de bonos desde 1991 ha hecho aumentar la participación de los bonos en la emisión del Tesoro. Por otra parte, el brusco y reciente crecimiento de las necesidades de financiación del sector público no puede ser cubierto a través de una demanda estable, generada por el

flujo de ahorro de las familias. Se debe mencionar, en fin, que existe una limitación en el grado de agresividad que se puede desplegar a través de esta política, como consecuencia de sus efectos sobre el negocio de las **building societies**, cuyo pasivo es un sustituto próximo de estos instrumentos no negociables.

En cuanto a su organización, el Department of National Savings constituye una especie de dirección general dentro del Tesoro¹², y para la distribución de los productos ofrecidos se utiliza la red de oficinas postales.

Por otro lado, este organismo, a través de su propia entidad gestora en la Central de Anotaciones, permite la adquisición de bonos negociables con comisiones muy reducidas. Sin embargo, esta vía de acceso del público al mercado de bonos tiene una participación en el saldo vivo de bonos muy reducida (en torno al 0,8% en marzo de 1993), por lo que parece constituir un mecanismo poco efectivo de promocionar la deuda pública negociable. El sistema es comparable al de las cuentas directas del Banco de España, pero con diferencias notables. En primer lugar, la operación no se realiza a través del Banco de Inglaterra ni de sus sucursales, sino de la red de oficinas postales y del Department of National Savings, a través de su propia gestora. En segundo lugar, no se aplica retención a los bonos mantenidos, aunque sus rendimientos forman parte de la base imponible de los tenedores. En tercer lugar, en fin, las órdenes de compra se refieren a títulos en circulación y no a nuevas emisiones (como no podía ser de otra forma, ya que no existe calendario de emisiones).

En cuanto a los instrumentos no negociables comercializados por el Department of National Savings, en el año presupuestario 1992-1993, existían 13 tipos con unas características propias, a veces bien distintas. No obstante, el 75% de las emisiones netas en ese año se concentraron en tres productos, dos de los cuales se mencionan a continuación, a modo de ejemplo.

¹² Ocupa a unos 6.000 funcionarios, concentrados en Londres, Glasgow, Durham, Blackpool y Lytham; este elevado número de funcionarios ha mantenido una tendencia a disminuir en los últimos años, como consecuencia de la informatización de parte de la gestión.

Conviene, en cualquier caso, subrayar que el tratamiento fiscal de cada instrumento vuelve a responder a una casuística compleja. Solamente tres de los productos están completamente exentos del impuesto sobre la renta, y, además, no se aplican retenciones a los rendimientos que generan.

Dos de los tres productos de más éxito se denominan **certificados de ahorro**, y se diferencian entre sí en que uno de ellos es emitido a tipo fijo y el otro a tipo indiciado. En ambos, los rendimientos están fiscalmente exentos, son emitidos a 5 años, y pagan un interés creciente desde el primer año. En el caso del certificado a tipo fijo, el rendimiento del primer año es del 4,0%, y el del quinto, del 7,9%. Los intereses se pagan por años vencidos. En cualquier momento se puede solicitar una amortización anticipada, sin penalización explícita. Implícitamente, la penalización está constituida por el coste de oportunidad que surge como diferencia entre el rendimiento medio obtenido y el de mercado. Puesto que el rendimiento de los primeros años es inferior al de mercado, solo tiene sentido invertir en estos productos si se espera mantener el activo hasta el vencimiento: en este caso, el rendimiento medio se aproxima al de mercado. Otra vía indirecta de penalización, en el caso de cancelación anticipada, puede surgir porque los intereses solo se devengan por años completos.

8. OTROS ASPECTOS

Con el objeto de completar la exposición, en esta sección se añaden dos temas de gran relevancia. El primero de ellos tiene un carácter general, y recoge brevemente los rasgos generales del tratamiento fiscal recibido por los rendimientos generados por los bonos británicos. El segundo es más específico y, posiblemente, solo tiene interés para los especialistas en este tipo de cuestiones: se trata del tratamiento del riesgo de intermediación.

8.1 Fiscalidad

Los rendimientos de la deuda negociable forman parte de la base imponible del impuesto de la renta de las personas físicas o de sociedades, según el tenedor, al tipo marginal que le corresponda. Por

otra parte, se aplica una retención en origen al tipo básico del impuesto sobre la renta (25%), con las excepciones de una emisión antigua (3½ % War Loan) y de los títulos mantenidos en el Department of National Savings.

Existe una importante distinción en el tratamiento fiscal de los residentes: las instituciones benéficas y, sobre todo, los fondos de pensiones están exentos. Precisamente, durante los últimos meses de 1993, se ha estado barajando la posibilidad de anular este tratamiento a los fondos de pensiones como consecuencia de un doble fenómeno; por un lado, la necesidad de ampliar la recaudación fiscal ante la gravedad del desequilibrio presupuestario, y, por otro, la expectativa de que el ímpetu del movimiento alcista del año 1993 en el mercado de deuda no se vería afectado de forma significativa por una reducción de la demanda procedente de uno de los grupos más importantes de inversores.

En cuanto a los no residentes, se produce una distinción en las retenciones de los rendimientos obtenidos, dependiendo del tipo de emisión de que se trate. A estos efectos, hay dos tipos de emisiones: libres de impuestos para no residentes y resto. En las emisiones FOTRA (Free of tax to residents abroad), los no residentes pueden solicitar que no les sea aplicada retención desde el momento en que adquieren la deuda. Por lo que se refiere al resto de emisiones, son aplicables los acuerdos de doble imposición entre el Reino Unido y otros países, por lo que los tenedores no residentes podrán solicitar la devolución total o parcial que les corresponda. En los últimos años, las emisiones son FOTRA, en su mayor parte.

Por último, las ganancias de capital en este mercado están exentas, tanto para residentes como para no residentes, y las pérdidas de capital no se pueden incluir en la base imponible.

8.2 El riesgo en la intermediación

A continuación, se presentan aspectos relacionados con el tratamiento del riesgo implícito en la actividad de intermediación: en primer lugar, por lo que se refiere al surgimiento de posiciones; y, en segundo lugar, a la resolución de incidencias en la operativa diaria. Con el objeto de simplificar la exposición, lo que sigue se refiere preferentemente a los brokers ciegos, puesto que constituyen un grupo de agentes de primera importancia en los mercados de deuda negociable; no obstante, la existencia de un espacio amplio para el funcionamiento de reglas internas en los mediadores, las características propias de cada tipo de mediador, así como la distinción por mercados, exigen entender lo que sigue como una mera referencia orientativa sobre este tema.

Los especialistas del mercado inglés de deuda consideran que no existe un riesgo efectivo en la actividad de intermediación en el segmento de brokers ciegos. Es más: se afirma que el capital exigible a los brokers puede ser muy reducido. Para justificar esta actitud se ofrecen diversas razones, las más importantes de las cuales son: que estos brokers actúan como **matched principal**, es decir, que compran y venden el mismo importe; que no mantienen posiciones día a día ni intradía; en el caso de que, como consecuencia del surgimiento de alguna incidencia -de las que se señalan más adelante- el broker se vea obligado a tomar una posición, el criterio fundamental es que esta debe anularse inmediatamente. Con estas reglas -se argumenta-, los intermediarios están prácticamente protegidos del riesgo de mercado.

Por otra parte, se considera que el estrecho seguimiento por el Banco de Inglaterra de la actividad de los brokers, así como el que sus clientes sean solo creadores de mercado, constituyen elementos adicionales que refuerzan lo anterior. El capital requerido en el caso de este tipo de intermediarios, al igual que en el caso de los creadores, debe constituirse separadamente, por lo que con él se hace frente, exclusivamente, a los riesgos que puedan surgir en su intermediación en

el mercado de bonos o en el mercado monetario. El criterio básico en la determinación del capital requerido es que este debe guardar una proporción fija en relación con el volumen de actividad del broker¹³.

Los recursos propios exigidos a los brokers ciegos difieren considerablemente de los correspondientes a otros brokers y mercados, supervisados por la Securities and Futures Association. El criterio básico seguido por la SFA consiste en regular, específicamente, según el mercado de que se trate. Por ejemplo, en el caso de los mercados cambiarios, se entiende que el tipo de operativa y características del mercado hacen más arriesgada la participación en los mismos, por lo que los recursos exigidos tienden a ser mayores¹⁴.

Un tema bien distinto del anterior es el de la resolución de incidencias en el desarrollo habitual de las operaciones. El incidente más habitual surge cuando dos o más clientes del broker reclaman haber agredido primero un precio; otro tipo de incidente es el de simples errores en la cotización.

La resolución de la incidencia se basa en la negociación entre las partes involucradas, puesto que hay pocas normas escritas. Como medio de clarificar lo sucedido, los brokers graban todas las comunicaciones, y las cintas las mantienen durante un cierto tiempo.

Hasta la promulgación del **Código de Conducta de Londres** (Banco de Inglaterra, 1992), era relativamente frecuente la utilización del **sistema de puntos**. Este consistía en que, cuando no era posible clarificar la

¹³ El volumen de actividad se mide mediante la suma de las posiciones mantenidas en cada instante a ambos lados del mercado. La proporción fija se entiende como que el volumen de actividad no podrá superar, en ningún momento, 400 veces el capital del broker. Cuando se alcanza el 75% de este límite (es decir, la suma de las posiciones es 300 veces el capital del broker), se debe informar inmediatamente al Banco de Inglaterra; este podrá exigir en ese caso un desembolso adicional de capital (aumento del saldo en una cuenta corriente bancaria) de forma inmediata; alternatively puede pedirle que reduzca o establezca su actividad.

¹⁴ Como caso concreto, en el mercado bursátil, la SFA impone unos recursos propios que son los resultantes de la suma de diferentes elementos, entre los que destacan: el importe de tres meses de los gastos totales del broker (salarios de los empleados, alquiler del edificio, ...); una suma adicional variable que refleja las posiciones tomadas por el broker; la provisión (en un 100%) de su contravalor en efectivo, en el caso de que uno de los clientes del broker falle en la liquidación de la operación.

situación, o no había una asunción definitiva de la responsabilidad por el broker o por su cliente, uno de los dos había de hacer **un favor** al otro. El criterio básico es que los favores realizados-quebrantos asumidos- habían de tener un signo alternativo entre el broker y cada uno de sus clientes, y se había de tender, por tanto, a una situación equilibrada. Sin embargo, desde la aplicación del mencionado Código de Conducta, el uso de este sistema está restringido al mercado de cambios. En el resto de los mercados, todas las incidencias que puedan surgir deben ser liquidadas inmediatamente mediante el pago de efectivo por parte del broker.

9. COMENTARIO FINAL

El mercado británico de deuda constituye uno de los mercados más regulados, en el sentido restrictivo, entre los mercados europeos relevantes. De esto se derivan dos consecuencias últimas contrapuestas de gran importancia: por un lado, que los inversores atraídos por este mercado han de financiarse en otros mercados financieros o monetarios, o simplemente, son inversores últimos, lo que tiende a dotar al mercado de mayor estabilidad; en contrapartida, su grado de liquidez es reducido, lo que hace disminuir su atractivo para algunos grupos de inversores importantes, como las entidades bancarias y, sobre todo, los no residentes.

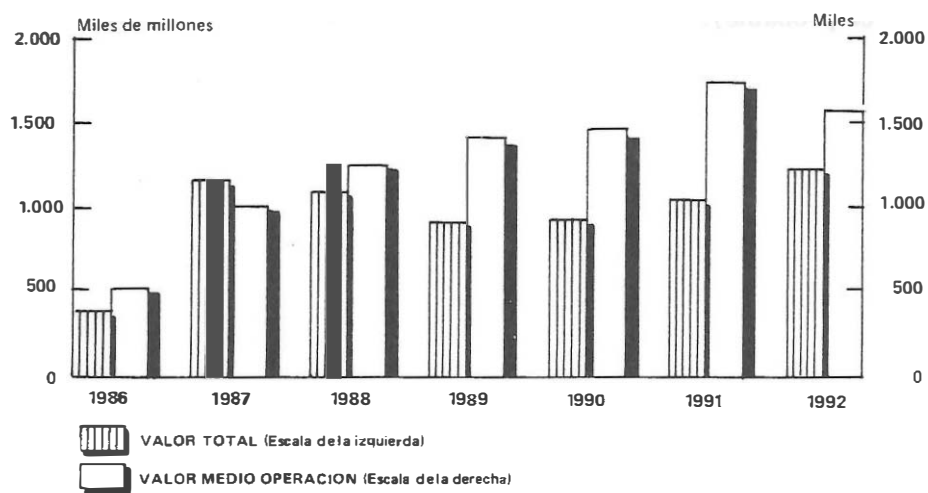
Una posible interpretación global de lo anterior es que, durante la etapa de desregulación y aumento de la eficiencia de los mercados británicos, el mercado de deuda aparecía como un mercado relativamente poco importante, donde la necesidad de los cambios no era evidente, puesto que se asistía a un programa de contracción del sector público y, sobre todo, de autofinanciación del mismo. El cambio brusco en la situación financiera del sector público en los últimos años y la competencia creciente entre los mercados financieros nacionales europeos pueden hacer replantear la organización y regulación del mismo.

En concreto, parece que la introducción de las operaciones simultáneas o el **repo americano** es ineludible a medio plazo. Esto implicará, sin embargo, dificultades para algunos agentes del mercado;

en especial, para los creadores de mercado y los Money Brokers. Para los primeros, porque perderán su principal privilegio (la toma de valores a préstamo). Para los Money Brokers, tal y como están definidos en la actualidad, puede representar una fuerte disminución de su actividad, en la medida en la que las operaciones de préstamo sean sustituidas por operaciones simultáneas (salvo que continúen siendo intermediarios ineludibles legalmente también en este tipo de operaciones, lo que no parece probable).

Gráfico 1(*)

VOLUMEN TOTAL DE NEGOCIACIÓN TAMAÑO DE LAS OPERACIONES

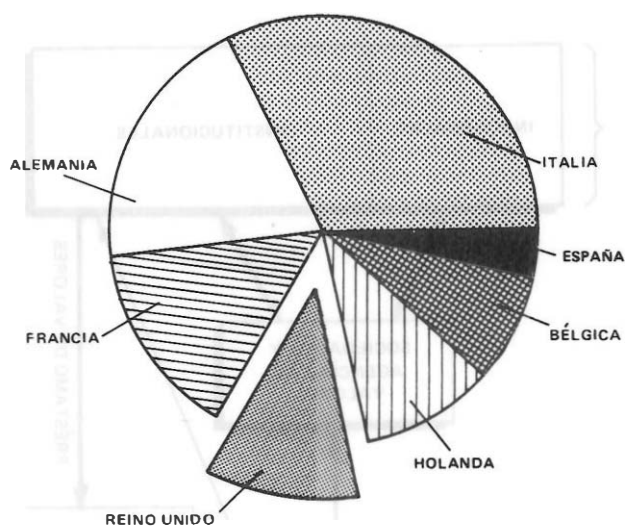


Fuente: Banco de Inglaterra.

(*). Reproducido de Banco de Inglaterra (1993).

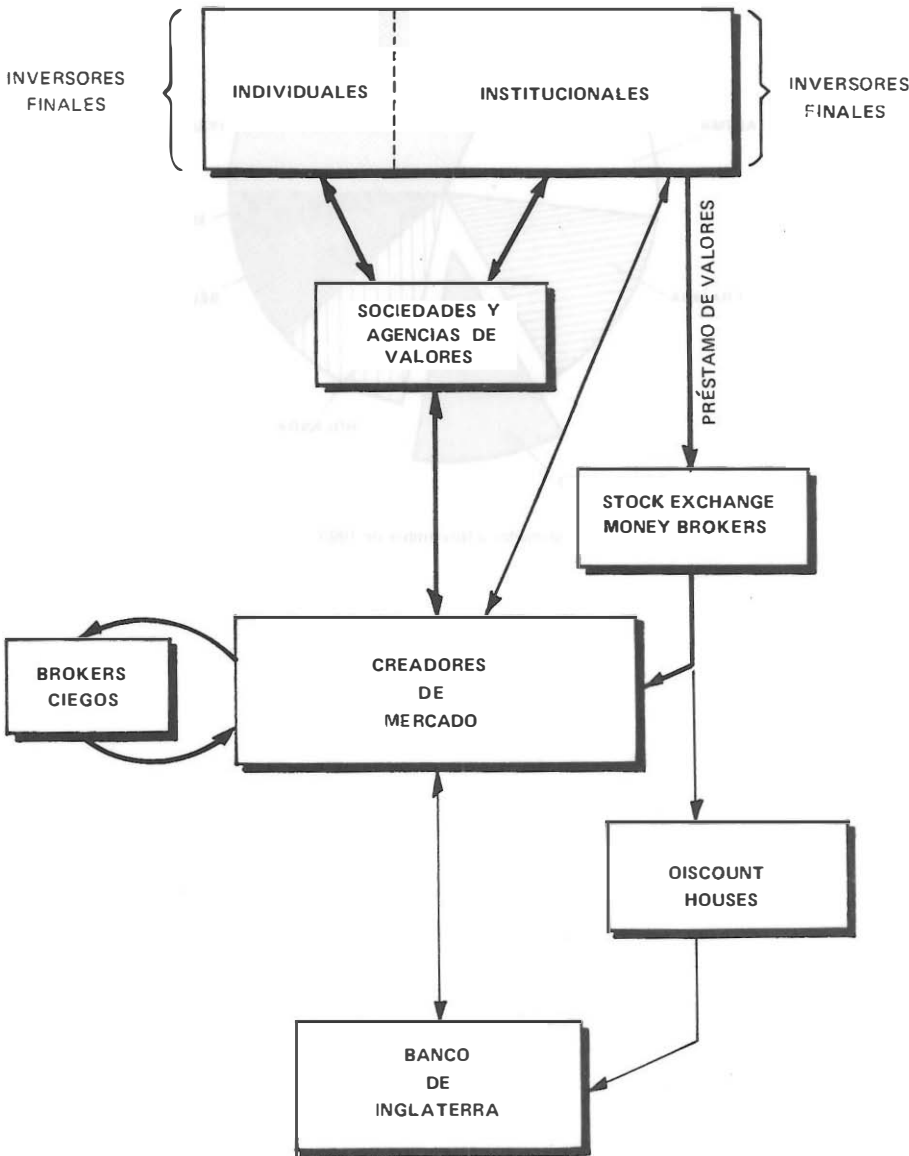
Gráfico 2

MERCADOS EUROPEOS DE BONOS
PARTICIPACIÓN RELATIVA (*)



(*). Saldos estimados a Noviembre de 1993

MERCADO BRITANICO DE BONOS



Cuadro 1

INDICADORES ECONOMICOS Y FINANCIEROS

	1990	1991	1992	1993
PIB	0,5	-2,2	-0,1	1,7 ^p
INFLACION (1)	9,3	5,7	3,7	3,2 ^p
DEPICIT EXTERIOR (cuenta corriente)	3,1	1,1	2,0	1,6 ^p
DEPICIT PUBLICO (2)	-0,1	2,4	5,8	7,2 ^p
TIPOS DE INTERES A CORTO PLAZO (3)	14,7	11,5	9,4	5,6
RENDIMIENTO INTERNO BONOS A 3 AÑOS (4)	13,0	10,4	9,0	5,8
RENDIMIENTO INTERNO BONOS A 20 AÑOS (4)	11,1	9,9	9,1	8,0
RENDIMIENTO INTERNO BONOS A 20 AÑOS DEFLACTADO POR IPC	1,5	3,8	5,2	6,5

p, previsiones

- (1) IPC, excluidos los créditos hipotecarios. Tasa de crecimiento interanual en diciembre.
- (2) Déficit del sector público (Public Sector Borrowing Requirements).
- (3) Tipos de interés en el interbancario a 3 meses, en media anual. Para 1993, el dato corresponde a octubre.
- (4) El plazo se refiere a la madurez residual. Medias anuales, excepto para 1993, que corresponde a julio.

Cuadro 2

DEUDA PUBLICA
DISTRIBUCION POR INSTRUMENTOS

	Marzo 1992		Marzo 1993	
	Millones libras	Porcentaje (*)	Millones libras	Porcentaje (*)
1. Deuda en libras esterlinas	167.443	95,1	201.837	91,4
1.1. Deuda negociable	129.783	73,8	158.837	71,9
1.1.1. Bonos:	120.714	68,6	154.011	69,7
Indiciados	20.924	11,9	27.483	12,4
Otros	99.790	56,7	126.528	57,3
1.1.2. Letras del Tesoro	9.069	5,2	4.826	2,2
1.2. Deuda no negociable	37.660	21,3	43.000	19,5
1.1.1. National savings:	34.385	19,5	38.904	17,6
Indiciados	5.159	2,9	6.283	2,8
Otros	29.226	16,6	32.621	14,8
1.2.2. Otros	3.275	1,8	4.096	1,9
2. Deuda Externa en divisas	8.648	4,9	18.891	8,6
3. Total Deuda Circulante (1+2)	176.091	100,0	220.728	100,0
PRO-MEMORIA				
4. Tenencias oficiales (**)	34.396		23.325	

(*) En relación al total de deuda circulante, 3.

(**) Se trata, básicamente, de la deuda que no está en poder de agentes privados. En concreto, se incluye la cartera de bonos y de deuda externa en divisas del Banco de Inglaterra, y los anticipos de éste al Tesoro británico.

DEUDA PUBLICA EN LIBRAS ESTERLINAS
DISTRIBUCION POR TENEDORES (a)

Cuadro 3

	Total	Porcentajes	Letras Tesoro	Bonos			Deuda no negociable
				Total	< 5 años	> 5 años<15 a.	
I. DEUDA CIRCULANTE	201.837	100,0	4.826	154.011	42.578	68.611	43.000
I.1. Resto sector público:	2.101	1,0	11	285	142	124	1.805
Empresas públicas	2.006	1,0	4	210	105	105	1.792
Corporaciones locales	95	0,0	7	75	37	19	13
I.2. Sistema bancario:	11.378	5,6	2.178	8.975	3.954	3.924	225
Discount Houses	294	0,1	180	114	74	40	-
Resto	11.084	5,5	1.998	8.861	3.880	3.884	225
I.3. Sociedades de crédito hipotecario	4.26	2,2	338	4.034	3.200	761	54
I.4. Instituciones Financieras:	91.671	45,4	171	91.421	7.907	44.087	79
Cías. Seguros	60.630	30,0	55	60.575	6.131	28.687	-
Fondos de pensiones	29.471	14,6	116	29.276	1.496	14.467	79
Inversión colectiva	1.570	0,8	-	1.570	200	933	-
I.5. No residentes:	25.202	12,5	551	24.651	13.170	8.517	-
Organismos Internacionales	694	0,3	-	694	390	214	-
Bancos Centrales	9.000	4,5	490	8.510	5.152	3.252	-
Otros	15.508	7,7	61	15.447	7.628	5.051	-
I.6. Otros tenedores:	67.059	33,2	1.577	24.645	14.205	11.198	40.837
Personas físicas y otras	46.685	23,1	-	11.477	4.581	4.766	35.208
Empresas no financieras (b)	4.522	2,2	1.042	1.729	-	-	1.751
Resto (b)	15.852	7,9	535	10.760	-	-	3.878
II. TENCENCIAS OFICIALES (c)	22.040	9,8	523	8.631	3.441	4.001	12.886
III. TOTAL (I+II)	223.877		5.349	162.642	46.019	72.612	55.886

(a) Datos a marzo de 1993. Las diferencias entre los cuadros 2 y 3 son debidas a la no inclusión en el cuadro 3 de la deuda en divisas.

(b) La información correspondiente a estos grupos contiene diversos ajustes, por lo que sólo se puede considerar como orientativa.

(c) El porcentaje correspondiente a las tenencias oficiales se refiere al total III.

Cuadro 4

DEPARTMENT OF NATIONAL SAVINGS (DNS)
CONTRIBUCION A LA FINANCIACION PUBLICA

	1983-84	1984-85	1985-86	1986-87	1987-88	1988-89	1989-90	1990-91	1991-92	1992-93
Déficit Público	9.741	10.198	5.622	3.559	-3.406	-14.657	-7.932	-455	13.787	36.500
Emisiones netas del DNS	3.277	3.071	2.104	3.408	2.288	613	-1.684	1.355	3.145	4.388
Contribución del DNS (porcentaje del déficit público)	33,62	30,11	37,42	95,76					22,81	12,02

Nota: Entre 1987-88 y 1990-91, se produjeron superávits presupuestarios, por lo que quedan distorsionados los datos de contribución del DNS a la financiación del déficit público.

Fuentes: Department of National Savings.

BIBLIOGRAFIA

- BANCO DE INGLATERRA** (1985) The future structure of the gilt-edged Market, Banco de Inglaterra, Londres.
- (1988) Bank of England operations in the sterling money market, Banco de Inglaterra, Londres.
- (1991) An introduction to the Central Gilts Office Service, Banco de Inglaterra, Londres.
- (1992) The London Code of Conduct, Banco de Inglaterra, Londres.
- (1993) British Government Securities, Banco de Inglaterra, Londres.
-
- BRÖKER, G.** (1993) Government Securities and debt management in the 1990's, OCDE, Paris.
-
- MABRY, J.** (1992) International Securities Lending, Macmillan, Houndmills.
-
- NATIONAL SAVINGS DEPARTMENT** (1993) Annual Report 1992-93, National Savings Department, Londres.
- (1993) National Savings Investment Guide for Financial Advisers, National Savings Department, Londres.
-
- OFICINA DE OPERACIONES** (1993) Préstamos de valores en el mercado de deuda pública. Documento N/6/93.
-
- PLENDERLEITH, I.** (1991) Securities Lending. Bank of England Quarterly Bulletin, Mayo.
-
- STATISTICAL OFFICE OF THE EUROPEAN COMMUNITIES** (1993) Money and Finance. Tercer trimestre, Luxemburgo.

DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 9301 **Emiliano González Mota:** Políticas de estabilización y límites a la autonomía fiscal en un área monetaria y económica común.
- 9302 **Anindya Banerjee, Juan J. Dolado and Ricardo Mestre:** On some simple tests for cointegration: the cost of simplicity.
- 9303 **Juan Ayuso y Juan Luis Vega:** Agregados monetarios ponderados: el caso español. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9304 **Ángel Luis Gómez-Jiménez:** Indicadores de la política fiscal: una aplicación al caso español.
- 9305 **Ángel Estrada y Miguel Sebastián:** Una serie de gasto en bienes de consumo duradero.
- 9306 **Jesús Briones, Ángel Estrada e Ignacio Hernando:** Evaluación de los efectos de reformas en la imposición indirecta
- 9307 **Juan Ayuso, María Pérez Jurado y Fernando Restoy:** Indicadores de credibilidad de un régimen cambiario: el caso de la peseta en el SME. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9308 **Cristina Mazón:** Regularidades empíricas de las empresas industriales españolas: ¿existe correlación entre beneficios y participación?
- 9309 **Juan Dolado, Alessandra Goria and Andrea Ichino:** Immigration and growth in the host country.
- 9310 **Amparo Ricardo Ricardo:** Series históricas de contabilidad nacional y mercado de trabajo para la CE y EEUU: 1960-1991.
- 9311 **Fernando Restoy y 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.ª 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 y 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 y 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 Quirós:** El mercado británico de deuda pública.

(1) Los Documentos de Trabajo anteriores a 1993 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
