

EL MERCADO FRANCÉS DE DEUDA PÚBLICA

Gabriel Quirós

EL MERCADO FRANCÉS DE DEUDA PÚBLICA

Gabriel Quirós (*)

(*) En la elaboración del estudio ha sido importante la ayuda facilitada por Jacqueline Lacoste, del Banco de Francia, así como las conversaciones mantenidas con ella misma y con C. Sampic (Banco de Francia), E. Müller (Crédit Commercial de France) y D. Barbet (Banque Paribas). Agradezco también los comentarios de Javier Aríztegui, de Gonzalo Gil y de los asistentes al seminario mensual sobre mercados de deuda pública, de la Oficina de Operaciones, donde se discutió este trabajo, así como la ayuda en la edición del documento de Ana Jorroto, Jaime Esteban e Ignacio Iglesias. Los posibles errores u omisiones son de mi responsabilidad.

Banco de España - Servicio de Estudios
Documento de Trabajo nº 9516

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: 84-7793-385-5
Depósito legal: M-13486-1995
Imprenta del Banco de España

RESUMEN

Entre los mercados europeos de deuda pública, el francés suele ser considerado como uno de los que han logrado mayores avances en su organización y eficiencia. Por ello, en este trabajo se analizan los aspectos técnicos más característicos del mismo y se comparan con los correspondientes a otros mercados nacionales, en particular con el español. En este sentido, las conclusiones obtenidas para el mercado español pueden considerarse satisfactorias.

Entre los aspectos que pueden resaltarse, se encuentran las diferencias entre la fiscalidad española y la francesa respecto a los rendimientos de la inversión en activos financieros para los agentes residentes: la fiscalidad española vuelve a mostrarse mucho más elevada. En cuanto a los instrumentos utilizados en la financiación del Estado, destaca su similitud y relativa sencillez. En el análisis de la liquidez del mercado es necesario distinguir entre el mercado de operaciones de compraventa simples y dobles: en el de simples, la liquidez es superior en Francia, mientras que en el de dobles es superior en España, lo que parece confirmar que el mercado español de repos y simultáneas se encuentra entre los más líquidos. Como elementos característicos propios del mercado francés de deuda pública, se puede citar una política muy activa de gestión del mercado -sobre todo, en el correspondiente a instrumentos en ecus-, la agregación de las emisiones de letras del Tesoro y el funcionamiento de un mercado de strips.

ÍNDICE

1. **Preámbulo**
2. **Resumen**
3. **El Sistema Financiero**
 - 3.1. Algunos rasgos y flujos financieros
 - 3.2. Organización del mercado
4. **La política de gestión de la deuda pública**
 - 4.1. Los instrumentos
 - 4.2. Las características de las subastas
 - 4.3. La gestión activa de la deuda
 - 4.4. Las emisiones en ecus
5. **El mercado secundario**
 - 5.1. Creadores de mercado
 - 5.2. Negociación y características de las operaciones
 - 5.3. Inversores y fiscalidad
 - 5.4. El mercado de strips
 - 5.5. La contribución de Matif SA

Bibliografía

1. PREÁMBULO

En este trabajo, se exponen algunos de los rasgos más importantes del mercado francés de deuda pública. La motivación del estudio reside en que el mercado francés es considerado, con frecuencia, por los operadores como el más eficiente de Europa y como una referencia para los otros mercados nacionales.

A lo largo del trabajo, se identifican las ventajas comparativas que el mercado francés ofrece. Dejando aparte los fundamentos macroeconómicos -en los que Francia registra una excelente situación relativa-, los aspectos técnicos sugieren conclusiones más heterogéneas: en unas ocasiones se justifica aquella visión, pero en otras no es así.

En el apartado 2, se presenta un breve resumen del trabajo. En el apartado 3, se recogen algunos comentarios sobre la organización y funcionamiento del sistema financiero, en especial sobre los flujos financieros. En el apartado 4, se exponen las cuestiones relacionadas con el mercado primario, y, en el 5, se estudian los temas más destacados del mercado secundario. Por otra parte, cuando se considera clarificador, se establece la comparación con el mercado español.

2. RESUMEN

La economía francesa ha mostrado en los últimos años un cuadro macroeconómico que se encuentra entre los más equilibrados de la Unión Europea. En relación con el mercado de deuda pública, esto se ha materializado en que el endeudamiento de las Administraciones Públicas es el más reducido de la Unión, tras Luxemburgo. Junto a esto, las bajas tasas de inflación y la estabilidad del franco francés han permitido que los tipos de interés hayan tendido a situarse en torno a los niveles de los alemanes -ligeramente por encima-, en el período más reciente.

La regulación y desarrollo general del mercado financiero han estado determinados, en gran medida, por una inquietud constante de los poderes públicos en la última década: la transformación del sector

financiero desde un punto de partida caracterizado por un alto grado de regulación e intervención en el funcionamiento del mismo. Esto ha implicado que en los mercados de valores -que son el área del sistema financiero que se ha desarrollado con más intensidad en los años ochenta- se hayan introducido, continuamente, cambios e innovaciones destinadas a situarlos entre los más modernos y avanzados. Por el contrario, el mercado bancario tradicional, de carácter fundamentalmente nacional, aún está sujeto a prácticas que reflejan un menor grado de desarrollo y de competencia.

Entre las características generales del mercado de deuda pública, destaca que se trata, básicamente, de un mercado mayorista, en el que el acceso directo de las personas físicas al mismo es reducido, como se desprende del elevadísimo importe mínimo unitario de todos los valores negociables a corto y medio plazo: un millón de francos. De esto resulta que la base residente del mercado (entendida como participación directa de los ahorradores individuales en el mercado de deuda pública), a la que frecuentemente se alude como necesaria, es endeble.

Una característica fundamental de la estructura del mercado es su compartimentación en dos áreas: una a corto y medio plazo, y otra a largo plazo. Esta segmentación se refleja en la mayor parte de los niveles. La supervisión del mercado a corto y medio plazo corresponde al Tesoro y al Banco de Francia, mientras que la del largo incumbe al Tesoro y a la Bolsa de París. Los sistemas de anotaciones en cuenta y de liquidación son distintos: los del mercado interbancario para los valores a corto y medio plazo, y los del mercado bursátil para el mercado a largo plazo. También lo son los retardos entre la fecha de la contratación y la de liquidación de las operaciones, lo que supone una dificultad para la gestión de la cartera de los inversores institucionales, en concreto para el arbitraje a lo largo de la curva. La separación entre ambas áreas se refleja también en el tipo de inversores: es más heterogéneo en el mercado a largo plazo, ya que el importe unitario de estos valores es mucho más reducido - 2.000 francos -, lo que posibilitaría su tenencia directa por los ahorradores, a través del mercado bursátil. En definitiva, esta situación se puede interpretar como una debilidad del mercado francés, que contrastaría con la consideración generalizada sobre su alto grado de eficiencia.

Los nexos institucionales de unión que se pueden encontrar entre ambas zonas del mercado son tres: el Tesoro, a través de la definición de la política de emisión; el núcleo del mercado, que para todos los valores está constituido por los creadores; y la cuenta de efectivo de los miembros del mercado, que en ambos casos es su cuenta corriente en el Banco de Francia.

En cuanto a la política de emisión, se puede subrayar su sencillez -y sus buenos resultados-, lo que es especialmente destacable si se tiene en cuenta la orientación marcadamente innovadora que inspira la política de deuda pública: tan solo se utilizan habitualmente tres tipos de instrumentos, lo que debe entenderse como un resultado del firme objetivo de promover la máxima liquidez posible.

A la afirmación anterior, no obstante, se debe añadir una excepción importante: las emisiones de valores denominados en ecus. Pero esto es consecuencia no tanto de consideraciones sobre su conveniencia en términos de minimización del coste de la financiación del Estado -más bien, a pesar de ello-, sino de una estrategia formulada para anclar este mercado en la capital francesa, en el contexto del mercado de la moneda común.

En el mercado primario, sobresale la proximidad entre el momento límite de presentación de solicitudes y la comunicación de los resultados de la subasta, un aspecto destacado por los operadores. Ahora bien: al menos en parte, a esta situación parece haberse llegado a través de una participación muy escasa de entidades en las pujas -casi exclusivamente, los creadores de mercado- lo que plantea la posible existencia de un cierto dilema entre ambos aspectos de la organización de las subastas.

Junto a ese acceso casi exclusivo, los creadores de mercado tienen la posibilidad de realizar solicitudes no competitivas, hasta un día después de la comunicación de los resultados de la subasta al mercado. De ambos factores, se puede concluir que los creadores en Francia tienen unos privilegios en el mercado primario que difícilmente se encuentran en otros países. En cambio, existe una separación formal entre los creadores en el mercado interbancario y en el de deuda pública.

Otro aspecto que suele ser destacado a menudo por las autoridades y en medios del mercado es el de la estrategia de gestión activa de la deuda pública, que tiene como finalidad la de promover la liquidez del mercado mediante diversos tipos de operaciones y la creación de un organismo, encuadrado dentro del Tesoro. Sin embargo, los efectos reales de este conjunto de medidas parecen escasos, salvo en lo que se refiere al -estrecho- mercado del ecu, que depende en gran medida del apoyo institucional.

El desarrollo actual más relevante del mercado francés se centra en la redefinición del mercado de operaciones dobles. En los últimos años, se está introduciendo una serie de modificaciones legales y de funcionamiento del mercado de este tipo de transacciones, destinadas a favorecer su utilización. Dos de ellas son especialmente importantes: el aumento de la seguridad jurídica de la operación, con el objeto de garantizar la titularidad del efectivo o de los valores implicados, en el caso de que la contrapartida se vea inmersa en un proceso concursal -lo que no era evidente hasta 1994- y la constitución de un grupo específico de creadores de mercado, especializado en este tipo de operaciones.

Por último, se suele considerar que la liquidez de los títulos franceses es especialmente elevada. Sin embargo, en este estudio se presenta evidencia de que esa afirmación necesita ser matizada, al menos en relación con el mercado español: según la información disponible, la liquidez es superior en el mercado de operaciones simples, pero es inferior en el de operaciones dobles. Existen grandes diferencias en el mercado de letras del Tesoro, donde la liquidez es muy superior en Francia, lo que puede estar motivado por su condición de mercado mayorista y por la técnica de agregación de emisiones aplicada -tomada del mercado de bonos-, que permite la generación de saldos muy elevados. En cambio, el mercado español de dobles es mucho más líquido que el francés. Posiblemente, las modificaciones que se están introduciendo en los últimos meses se pueden entender en este contexto. También parece justificado plantear que las diferencias existentes hasta ahora entre los mercados de dobles de ambos países podrían estar relacionadas con los distintos grados de riesgo, de crédito y de liquidación de las mismas, lo que reflejaría la importancia de los detalles normativos en el desarrollo de los mercados financieros.

3. EL SISTEMA FINANCIERO

3.1. ALGUNOS RASGOS Y FLUJOS FINANCIEROS

El sistema financiero francés experimentó en los años ochenta una transformación posiblemente superior a la registrada en otros países europeos, ya que el camino recorrido fue más largo. El punto de partida, ya entrada esa década, se caracterizaba por un elevado grado de intervencionismo de los poderes públicos en la organización y funcionamiento del mismo, e incluso nacionalización de una parte del sistema bancario, efectuada en la posguerra y en los primeros años ochenta. Por el contrario, hacia 1984, comenzó a cristalizar un cambio de enfoque en los poderes públicos orientado hacia tres objetivos, que por su naturaleza cabe considerar consecutivos: liberalización y reforzamiento de los mecanismos de mercado, profundización en la integración y apertura hacia Europa, y promoción de París como centro financiero europeo.

La situación actual de los mercados financieros franceses es el resultado de ese proceso. Una valoración global del mismo podría incluir la afirmación de que se ha avanzado de forma muy desigual, según las distintas áreas del sistema financiero: aún subsisten normas y prácticas en el sistema bancario que obstaculizan la competencia entre las entidades. Como ejemplos, se pueden citar dos casos significativos: la fijación administrativa de los intereses de la mayor parte de los depósitos de las entidades y las diferencias subsistentes en el negocio de bancos y cajas de ahorros, a pesar de la tendencia a la homogeneización en los últimos años. En cuanto a la diferenciación entre las entidades de crédito, se puede mencionar que las cuentas corrientes (como depósitos movilizables mediante cheque) solo son ofrecidas por los bancos, mientras que los depósitos de ahorro de disposición inmediata solo están disponibles en las cajas de ahorros; también, que no hay un tratamiento fiscal neutral entre los distintos tipos de depósitos, así como la importancia y diversidad de las entidades de crédito del sector público.

CUADRO 1

INDICADORES ECONÓMICOS FRANCIA

INDICADORES ECONÓMICOS	1989	1990	1991	1992	1993
NECESIDADES DE FINANCIACIÓN DE LAS AAPP (% sobre el PIB)	-1,3	-1,5	-2,1	-3,8	-5,5
DEUDA DE LAS AAPP PÚBLICA (% sobre el PIB)	34,4	35,4	35,5	39,2	44,9
SÁLDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (% sobre el PIB)	-0,5	-0,9	-0,5	0,2	0,6
DEFLACTOR PIB (Tasa de variación)	3	3	3	2,3	2,3
ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO (Tasa de variación)	3,5	3,4	3,1	2,6	2,1
TASA DE PARO (% sobre la población activa)	9,4	8,9	9,4	10,4	11,6
COSTES LABORALES UNITARIOS (Tasa de variación)	2	4	4,1	2	2,8
TIPOS DE INTERÉS A 1 DÍA EN EL MERCADO INTERBANCARIO (%)	8,9	9,8	9,4	10,1	8,7
RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA CON VENCIMIENTO A 3 AÑOS (%)	9,1	10,2	9,3	8,9	6,4
RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA CON VENCIMIENTO A 10 AÑOS (%)	8,8	9,9	9	8,6	6,8
ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL DEL FRANCO FRANCÉS (1)	99,7	100	99	99,4	98,9
ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL DEL FRANCO FRANCÉS (1)	99,1	100	98,7	98,1	96,1

(1) Frente al SME - Banda estrecha original. Base 1990 = 100. Reducciones implican una depreciación media ponderada.

Fuente: CUENTAS FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (1984-1993), BANCO DE ESPAÑA.

En el caso de los mercados de valores, la transformación ha sido mucho más intensa y decidida. La mayor evolución registrada por los mercados de valores frente a los bancarios (de depósitos y crédito) parece lógica si se considera que se trata de mercados más recientes, no sujetos a prácticas históricas fuertemente consolidadas y en los que, por tanto, las autoridades pueden llevar a cabo sus objetivos de una forma más fácil, sin los condicionantes establecidos por la compleja posición de partida del sistema bancario. Y, en concreto, el ímpetu de modernización y desarrollo asumido por las autoridades es más fácilmente aplicable al mercado donde se negocian los pasivos de las Administraciones Públicas.

En cualquier caso, resulta interesante contrastar las grandes líneas de desarrollo financiero aplicadas en los últimos años, por ejemplo, en dos países como el Reino Unido y Francia. Mientras en el primero la hegemonía histórica de Londres como centro financiero internacional, al menos en Europa, ha propiciado una regulación más conservadora, sobre todo en el mercado de deuda pública, en Francia el atraso inicial del sistema financiero hizo que las autoridades adoptaran una actitud beligerante. El resultado final, respecto del mercado de valores, y de deuda pública concretamente, ha sido un notable éxito, pues este último ha sido considerado en los últimos años por numerosos operadores como el más innovador y eficiente de Europa.

Establecidas esas referencias introductorias, a continuación se trata de reducir el grado de abstracción enfocando el sistema financiero con la perspectiva de los inversores últimos, de los oferentes de fondos: los individuos, las instituciones de inversión colectiva y los agentes financieros no residentes, principalmente. Por ello, el resto del apartado se dedica a esbozar el comportamiento de esos tres grupos de agentes frente al mismo. Una forma de abordar la cuestión consiste en el análisis de los flujos financieros de la economía francesa, centrado en el sector público.

El endeudamiento acumulado de las Administraciones Públicas francesas ha sido, en la historia reciente, el menor de los países de la Unión Europea (excepción hecha de Luxemburgo): en 1993 alcanzó el 45% del PIB, frente

al 66% de media en aquella; y, lógicamente, el déficit público se ha situado históricamente entre los más bajos de Europa. Coherentemente con el comportamiento moderado de las Administraciones Públicas, el saldo de la balanza por cuenta corriente ha tendido hacia el equilibrio, oscilando entre +0,5% y -0,5% del PIB¹. Por tanto, la dependencia del país del ahorro exterior ha sido escasa, lo que debería reflejarse en unos tipos de interés reales en los mercados de fondos prestables a largo plazo relativamente moderados y, en general, inferiores a los correspondientes a la mayor parte de países europeos.

Si a lo anterior se une el que la tasa de inflación ha sido muy inferior a la media europea desde 1987 y que el tipo de cambio ha mantenido una gran estabilidad, es comprensible que los tipos nominales a largo plazo se hayan ido aproximando a los más bajos de Europa²: el diferencial medio anual de la deuda pública a diez años de Francia y Alemania ha pasado de 320 puntos básicos en 1987 a 30 en 1993; incluso en el periodo de turbulencias que ha caracterizado los mercados europeos de bonos a lo largo de 1994, el diferencial se ha mantenido por debajo de 50 puntos básicos (para una comparación con Alemania, véanse gráficos 1 y 2).

Los rasgos macroeconómicos anteriores deberían explicar, por tanto, que la inversión en activos denominados en francos en general, y en títulos públicos franceses en particular, haya sido muy atractiva para los inversores internacionales, a pesar de su rentabilidad relativamente baja. Algunos datos parecen apuntar que su presencia es especialmente importante en el mercado bursátil: mientras en 1993 poseían el 10% de los títulos negociables del mercado monetario (lo que incluye los bonos del Estado hasta 5 años) y de las acciones no cotizadas, mantenían el 19% de la capitalización bursátil de renta variable y el 22% de la de renta fija a largo plazo (que incluye las obligaciones del Estado).

¹ Si se omiten los dos valores extremos registrados en 1990 (-0,9%) y 1993 (+0,6%).

² Es significativo observar que se trata de un movimiento continuo, solo interrumpido en 1992 como consecuencia de la crisis del SME, lo que es un ejemplo de que los "fundamentos" económicos terminan guiando, a medio y largo plazo, los mercados financieros.

Gráfico 1

**RENTABILIDADES DE LOS TÍTULOS PÚBLICOS.
FRANCIA Y ALEMANIA.**

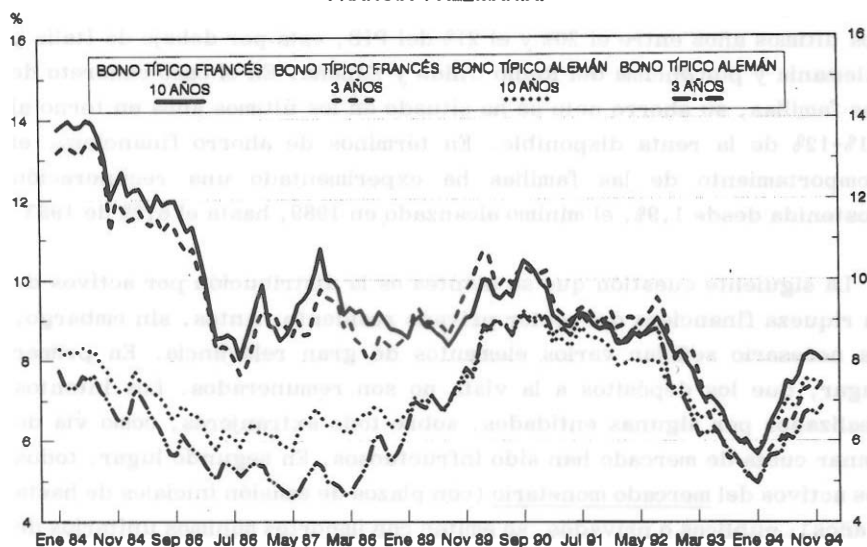
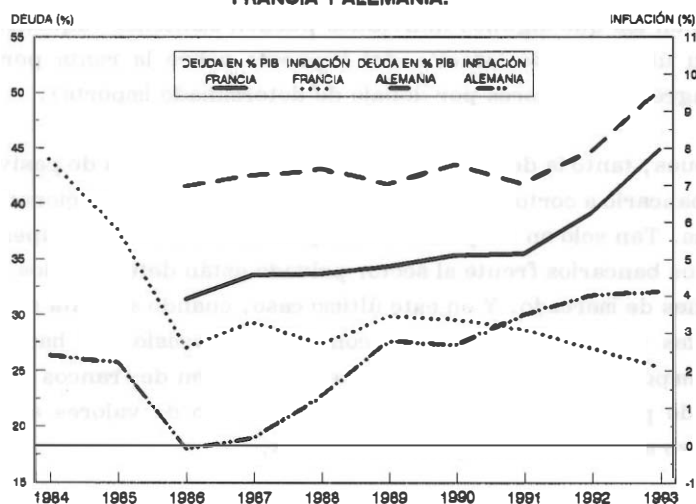


Gráfico 2

**DEUDA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS E INFLACIÓN(1).
FRANCIA Y ALEMANIA.**



(1) Tasa de crecimiento anual del IPC.

En cuanto al comportamiento del sector privado residente no financiero, se puede empezar por señalar que el ahorro bruto nacional se encuentra en una posición intermedia en el contexto europeo: habiendo oscilado en los últimos años entre el 20% y el 21% del PIB, está por debajo de Italia y Alemania y por encima del Reino Unido y España. En el caso concreto de las familias, su ahorro neto se ha situado en los últimos años en torno al 11%-12% de la renta disponible. En términos de ahorro financiero, el comportamiento de las familias ha experimentado una recuperación sostenida desde 1,9%, el mínimo alcanzado en 1989, hasta el 6,2% de 1993.

La siguiente cuestión que se plantea es la distribución por activos de la riqueza financiera del sector privado residente. Antes, sin embargo, es necesario señalar varios elementos de gran relevancia. En primer lugar, que los depósitos a la vista no son remunerados. Los intentos realizados por algunas entidades, sobre todo extranjeras, como vía de ganar cuota de mercado han sido infructuosos. En segundo lugar, todos los activos del mercado monetario (con plazos de emisión iniciales de hasta 5 años), públicos o privados, se emiten con importes mínimos unitarios de 1 millón de francos. En tercer lugar, los tipos de interés de todo tipo de depósitos hasta un mes son fijados administrativamente. En cuarto lugar, estos suelen estar -aunque no siempre- exentos de tributación; existen diferencias en los depósitos que cada grupo de entidades puede ofrecer, e incluso en los que algunos individuos pueden mantener (aquellos que, según su última declaración del impuesto sobre la renta personal, tienen ingresos inferiores por debajo de determinado importe).

Así, pues, tanto la demanda (del público) como la oferta de pasivos del sistema bancario a corto plazo están considerablemente condicionadas o/y reguladas. Tan solo en los plazos correspondientes a 1 mes o superiores, los pasivos bancarios frente al sector privado están determinados por las condiciones de mercado. Y en este último caso, cuando se trata de títulos negociables -públicos o privados- con plazo de emisión de hasta cinco años, el importe mínimo de los mismos es de 1 millón de francos (unos 25 millones de pesetas), lo que excluye del mercado de valores a corto y medio plazo a casi todas las personas físicas.

En estas condiciones, en la distribución de la riqueza financiera del público la proporción mantenida a través de instituciones de inversión colectiva (Organismes de placement collectif en valeurs mobilières, OPCVM) y de activos procedentes del mercado de capitales debiera ser mayor que en otros países. Por otra parte, la compra de participaciones en esas instituciones no está sujeta a mínimos elevados, lo que permite a los individuos salvar la restricción de la compra directa de activos financieros; además, estos fondos de inversión colectiva tienen un tratamiento fiscal sujeto al régimen de plusvalías. De hecho, los fondos franceses de inversión colectiva se encuentran entre los más antiguos de Europa, puesto que se remontan a los primeros años sesenta. Todo esto justifica que se hayan convertido en un agente central del mercado financiero, que ha sustituido tradicionalmente a los bancos en la captación de ahorro -aunque, como sucede en España, estas instituciones suelen formar parte de grupos bancarios-.

En cuanto al mercado de capitales, la situación es la siguiente. En el mercado de renta fija a largo plazo (pública o privada), los importes mínimos son relativamente reducidos, siendo el importe unitario habitual de 2.000 francos, lo que facilita el acceso del público a la inversión en obligaciones.

No obstante, el activo financiero preferido por las personas físicas en los últimos años es la renta variable. En efecto: Francia parece haberse convertido en uno de los países del mundo donde el mercado bursátil de renta variable absorbe un mayor flujo de ahorro de las familias. Según los resultados de una encuesta realizada en abril de 1994, el 13% de los franceses con más de 15 años es propietario de acciones cotizadas en bolsa. Parte de la fuerte penetración del mercado bursátil en las decisiones financieras del público francés está relacionada con los programas de privatización de empresas públicas que se están llevando a cabo.

En el cuadro 2, se presenta la distribución por instrumentos de la riqueza financiera de las familias francesas y españolas, intentando establecer una comparación que aumente la significación de la información. Se advierte que la lectura del cuadro debe realizarse de una forma meramente orientativa, ya que, si bien se ha tratado de que la agregación de los conceptos se corresponda lo más posible en los dos países, las diferencias en las fuentes dificultan la plena homogeneización de la partida. La comparación, por tanto, se refiere a los grandes rasgos de la distribución de la riqueza financiera de las familias en uno y otro país.

CUADRO 2

RIQUEZA FINANCIERA DE LAS FAMILIAS⁽¹⁾

(Datos a fin de 1993)

CONCEPTOS	ESPAÑA		FRANCIA	
	Saldoe (2)	Distribución (%)	Saldoe (2)	Distribución (%)
ACTIVOS FINANCIEROS	72.224	100	12.520	100
- EFECTIVO Y DEPÓSITOS TRANSFERIBLES				
- OTROS DEPÓSITOS (3)	11.797	16,3	979	7,8
- VALORES A CORTO PLAZO (Títulos del mercado monetario)	31.336	43,4	2.847	22,7
- OBLIGACIONES (Denominadas en moneda nacional y en divisas)	1.398	1,9	27	0,2
- VALORES DE RENTA VARIABLE	1.460	2,0	593	4,7
- PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN	8.864	12,3	3.712	29,6
- RESERVAS TÉCNICAS DE SEGURO	8.987	12,4	1.918	15,3
- OTROS ACTIVOS	7.612	10,5	1.869	14,9
	770	1,1	575	4,6
PASIVOS FINANCIEROS	31.012	100	3.911	100
PROMEMORIA				
- RELACIÓN ACTIVOS/PASIVOS	2,1		3,2	
- RELACIÓN (ACTIVOS/PIB)*100	127		168	
- RELACIÓN (PASIVOS/PIB)*100	55		52	

(1) Incluye las empresas individuales e instituciones privadas sin fines de lucro.

(2) Los importes son en miles de millones, de Pesetas para España y de Francos para Francia.

(3) Bajo esta partida, en el caso francés, existe una gran heterogeneidad (fijación administrativa de tipos, fiscalidad, entidades que pueden ofrecerlos).

Fuentes: TABLEAUX D'OPÉRATIONS FINANCIÈRES ANNUELS, BANQUE DE FRANCE, Y CUENTAS FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (1984-1993), BANCO DE ESPAÑA.

En primer lugar, se observa que la relación entre activos y pasivos financieros difiere notablemente: mientras que en las familias francesas es de 3,2 a 1, en las familias españolas es 2,1 a 1. Además, el valor de la riqueza financiera de las francesas representaba un 168% del PIB a finales de 1993, mientras que el correspondiente a las españolas tan solo alcanzaba el 127%. Por tanto, la situación financiera de las familias en Francia es más holgada que en España y, sobre todo, indica que su aportación a la financiación de la economía ha sido superior a la efectuada por las españolas.

En la distribución por instrumentos, se confirman dos hechos relevantes: la elevada participación de la renta variable en la cartera del público francés, 30%, y la baja proporción de los depósitos en el sistema bancario, 23%, frente al 43% en el caso español. El resto de los grupos de instrumentos presenta diferencias menos acusadas. Incluso las instituciones de inversión colectiva alcanzaban, a finales de 1993, niveles próximos en ambos países, 12% en España frente a 15% en Francia. Esto parece sorprendente, habida cuenta de la mayor tradición de estos agentes en el mercado francés y, sobre todo, el mejor tratamiento fiscal del que gozan. Sin embargo, la consideración fiscal debe hacerse en términos relativos: y, como se comentará en el apartado 5.3, las diferencias entre la fiscalidad de las tenencias directas de activos y a través de fondos de inversión son mayores en España que en Francia. Esto da pie a un comentario más general: la fiscalidad del ahorro en nuestro país vuelve a compararse desfavorablemente con la de otros países, lo que parece constituir un rasgo estructural de nuestro sistema financiero, con implicaciones negativas para variables fundamentales como los tipos de interés exigidos o los desequilibrios de la balanza por cuenta corriente.

3.2. ORGANIZACIÓN DEL MERCADO

En este apartado, se describe la organización del mercado, haciendo una breve referencia a las instituciones que lo rigen y a su división de funciones, primero, y a las características básicas de las dos principales áreas del mercado, después.

3.2.1. Las Instituciones Rectoras

En el mercado de deuda pública, destacan cuatro instituciones, ya sea por la atribución de competencias que la legislación les reserva, ya sea por su importancia en la provisión de la infraestructura técnica de los mercados financieros.

La institución central del mercado es la **Dirección del Tesoro**, que forma parte del Ministerio de Economía. El Tesoro francés dispone en exclusiva de todos los aspectos de la política de gestión de la deuda pública y de desarrollo del mercado. En este sentido, la organización del mercado de deuda pública encuentra en Francia un modelo de referencia, frente al caso británico, donde es el Banco de Inglaterra el que asume la mayor parte de las competencias. Países como Italia o España ocuparían posiciones intermedias en cuanto a las competencias correspondientes al Tesoro y al banco central.

Las funciones desarrolladas por el **Banco de Francia** son fundamentalmente técnicas: organiza la gestión material de las emisiones de títulos públicos y mantiene y supervisa la liquidación de las operaciones de los mercados primario y secundario a través de la domiciliación de las cuentas de tesorería de los miembros del mercado de deuda pública, así como de la domiciliación de las cuentas de títulos públicos a corto y medio plazo; en cambio, las cuentas de valores públicos de plazos superiores a 5 años son mantenidas en la central de anotaciones correspondiente a la Bolsa de París.

La separación de las atribuciones del Tesoro y del Banco de Francia en el sistema financiero, que, por otra parte, ha sido reforzada por el nuevo estatuto e independencia de este último, se extiende a la selección de contrapartidas de ambas instituciones en los mercados interbancario y de deuda pública. En efecto: la figura de los creadores de mercado se desdobra en creadores del mercado de deuda pública (Specialistes Principaux en Valeurs du Trésor, SPVT) y en creadores del mercado monetario (Opérateurs Principaux du Marché). La selección y supervisión

de ambos tipos de creadores se lleva a cabo de forma autónoma por cada institución y con criterios diferenciados.

La separación nítida de competencias entre Tesoro y Banco de Francia no significa, sin embargo, una quiebra en la supervisión del funcionamiento del mercado. El Banco de Francia es responsable del funcionamiento del mercado interbancario y monetario; este se define, en el sistema financiero francés, como el mercado de valores negociables a corto y medio plazo, sean públicos o privados (Marché des Titres de Créances Negotiables).

En relación con los mercados de valores, destaca el papel desempeñado por la **Commission des Opérations de Bourse** que, por el tipo de competencias, es la homóloga de la Comisión Nacional de Mercado de Valores, en España: está encargada de velar por la protección del ahorro invertido en valores mobiliarios, por la información disponible para los inversores y por el buen funcionamiento de los mercados bursátiles y de derivados.

El mercado bursátil o de capitales incluye el mercado de obligaciones, o valores a largo plazo, y el mercado de renta variable. La supervisión corre a cargo del **Conseil des Bourses de Valeurs**, autoridad superior del mercado bursátil, que establece su normativa general, designa o suspende a las sociedades de bolsa y decide sobre la admisión o cancelación de la cotización de valores³.

Dos consecuencias pueden ser extraídas de lo que antecede. En primer lugar, que la importancia de las instituciones bursátiles en la organización del mercado francés de deuda pública es evidente: el mercado de los títulos públicos con plazos de emisión superiores a los cinco años es, formalmente, un mercado bursátil. En segundo lugar, que los sistemas de cotización, liquidación y compensación correspondientes a cada intervalo de plazos de emisión son diferentes. Los puentes de unión entre ambos

³ El **Conseil des Bourses de valeurs** delega sus competencias de supervisión y control del mercado en la **Société des Bourses Françaises**. Esta es una sociedad anónima, cuyo capital es propiedad de las sociedades de valores y tiene como cometido la organización del funcionamiento, seguridad y desarrollo del mercado bursátil.

segmentos del mercado son: la política de emisión (diseñada exclusivamente por el Tesoro); la liquidación de efectivo de las operaciones de los mercados primario y secundario, que se realiza, directa o indirectamente, en las cuentas corrientes de las entidades en el Banco de Francia; y que el núcleo de ambos mercados de títulos públicos está formado por los mismos agentes, los creadores de mercado.

De ello se deriva la existencia de importes mínimos completamente diferentes en los valores públicos, ya comentada (en el mercado monetario de 1 millón de francos y en el mercado de valores públicos a largo plazo de 2.000 francos). También parece posible caracterizar ambos submercados. El de corto y medio plazo: interbancario, mayorista, con una elevada liquidez. El de largo plazo, bursátil, con participantes mucho más heterogéneos y, por tanto, con transacciones de importes muy variados, al que los ahorradores tienen acceso; esto significa también que la gestión de la liquidación y compensación de las operaciones en este es más lenta.

3.2.2. Dos sistemas de registro y liquidación

Esta separación tiene su reflejo en la existencia de dos centrales de registro, compensación y liquidación de los valores: Saturne y Relit.

El sistema SATURNE (Système Automatisé de Traitement Unifié des Règlements de créances Negotiables) se inició en septiembre de 1988 y está gestionado por el Banco de Francia. Tiene como objeto llevar a cabo la liquidación de las transacciones realizadas, en el mercado primario o secundario, con títulos públicos hasta cinco años, así como otros valores, emitidos por entidades bancarias, empresas no financieras e instituciones financieras. Como central de registro de valores, el sistema Saturne abre cuentas de valores a un conjunto de instituciones entre las que se encuentran las entidades de crédito, las sociedades bursátiles, agencias de valores, bancos centrales extranjeros e instituciones financieras internacionales, así como Cedel y Euroclear. En un funcionamiento similar a la Central de Anotaciones en España, los miembros del sistema tienen cuentas propias y de clientes. La división de estas últimas se realiza en

seis categorías: otras entidades de crédito, fondos de inversión colectiva (OPCVM), compañías de seguros y fondos de pensiones, empresas no financieras y familias, no residentes, administraciones públicas y privadas.

Una diferencia importante con la Central de Anotaciones del Banco de España consiste en que los clientes de las entidades gestoras francesas pueden solicitar la constitución de una cuenta individual propia en Saturne sin ser miembros del mercado, y, al mismo tiempo, preservar el anonimato habitual de los terceros frente al banco central -aspecto este último idéntico en las centrales de anotaciones del Banco de Francia y del Banco de España-. Esto puede explicarse por qué las dos cámaras internacionales de compensación, liquidación y custodia de valores, Cedel y Euroclear, se hayan adherido directamente a Saturne: los clientes de estos dos organismos pueden estar interesados en ser titulares de cuentas propias de valores en la central de anotaciones del Banco de Francia y, al mismo tiempo, mantener las ventajas fiscales y de confidencialidad que obtienen de Cedel y Euroclear. En España, en cambio, por el momento, estas dos instituciones prefieren mantenerse como clientes de miembros de la Central de Anotaciones.

Otra característica distintiva del sistema Saturne en relación a la Central de Anotaciones es que se ha ido abriendo a otros valores, además de los públicos. En junio de 1989, fueron incluidos los Bons des institutions et sociétés financières (BIFS), emitidos por una amplia variedad de instituciones financieras, entre las que se incluyen las sociedades de valores y las de crédito hipotecario⁴.

También en junio de 1989 fueron admitidos Certificats de dépôts, emitidos por el sistema bancario, con un período inicial de emisión mínimo de 1 mes y un valor unitario de 10 millones de francos. Desde julio de

⁴ Estos establecimientos deben estar sujetos al coeficiente de caja y se les exige un capital mínimo. El plazo de emisión de estos valores varía considerablemente y oscila entre 10 días y 2 años.

1990, se incluyen los denominados Billets de Trésorerie (pagarés)⁵. El plazo de emisión ha de estar comprendido entre 10 días y 1 año.

Por último, desde febrero de 1992, se incluyen los Bons à moyen terme négociables (BMTN) (bonos negociables a medio plazo), con vencimiento inicial superior a 1 año. Los emisores potenciales son todos aquellos que tienen acceso a los tres títulos mencionados anteriormente y pueden ser denominados en francos o divisas.

CUADRO 3 VALORES REGISTRADOS EN SATURNE

(En millones de francos)

	OCTUBRE 1993		OCTUBRE 1994	
	Importe	%	Importe	%
TÍTULOS PÚBLICOS	794.027	58,6	934.562	57,6
- Letras del Tesoro (BTF)	223.106	16,5	289.218	17,8
- Bonos a medio plazo ¹ (BTAN)	570.106	42,1	645.344	39,8
TÍTULOS PRIVADOS	570.750	41,4	688.173	42,4
- Pagarés (Billets de Trésorerie)	49.002	3,6	100.993	6,2
- Certificados de depósito	209.007	15,4	254.560	15,7
- Bonos de Instituciones y Sociedades Financieras (EIFS)	37.270	2,8	34.674	2,1
- Bonos a medio plazo (BMTN)	265.471	19,6	297.946	18,4
TOTAL	1.364.777	100	1.622.735	100

(1) Al importe de los BTAN en ecus se aplica un cambio de 6,62 francos por ecu en Octubre de 1993 y de 6,52 en Octubre de 1994.

Fuente: BANQUE DE FRANCE.

⁵ Emitidos por empresas no financieras, residentes o no residentes, públicas o privadas, instituciones de la Unión Europea y organismos internacionales de los que Francia es miembro, así como entidades de crédito no residentes que emiten en divisas.

En el caso de valores denominados en divisas distintas del ecu, el sistema solo ofrece la posibilidad de liquidar la contrapartida de valores, pero no así la de efectivo, puesto que el Banco de Francia no tiene abiertas cuentas en otras divisas, como ningún otro banco central. Por lo que se refiere a las emisiones en ecus, el sistema Saturne ha adoptado el dispositivo Sire (Système Intégré de Règlement en Ecu), consistente en un esquema de cuentas denominadas en ecus que sirven para liquidar las transacciones en esta divisa.

Con la excepción de los títulos públicos a corto y medio plazo, que están incluidos en su totalidad en el sistema Saturne, en el resto de los casos subsisten valores dentro y fuera del sistema⁶. La proporción de valores anotados de cada categoría ha ido aumentando en los últimos años: en octubre de 1994, el 46% del saldo vivo de los cuatro activos privados con acceso a la central estaban incluidos en la misma. En los cuadros 3 y 4, se ofrece información al respecto. Se observa que la participación de los valores emitidos por el Estado en la negociación total alcanza el 90%, aunque solo representan el 58% de los títulos anotados en Saturne.

En definitiva, se puede considerar que la admisión de activos privados en el sistema Saturne y su importancia, al menos en el saldo total, es un rasgo distintivo importante de la organización de la central de anotaciones del Banco de Francia, frente a la organización y funcionamiento de sus homólogos en España, Italia o el Reino Unido.

Por otra parte, es común a todos estos sistemas de registro y custodia de valores la ejecución de las transacciones según los principios de entrega contra pago y de doble comunicación por ambas partes de la operación. El sistema Saturne vuelve a diferenciarse del resto en que parece haber avanzado hacia una liquidación más continua, ya que se establecen tres momentos de liquidación de las transacciones, con anterioridad al cierre diario de operaciones (a las 9 h. 0 m., 11 h. 45 m. y 14 h. 0 m.).

⁶ La razón puede ser que el emisor no lo haya solicitado o que no cumpla las exigencias mínimas establecidas.

CUADRO 4
NEGOCIACIÓN EN SATURNE
PERÍODO ENERO-OCTUBRE 1994

VALORES	NÚMERO	VOLUMEN ⁽¹⁾	TAMAÑO MEDIO ⁽¹⁾	PARTICIPACIÓN EN TOTAL TRANSACCIONES	
				POR NÚMERO	POR IMPORTE
BONOS DEL TESORO EN FRANCOS (BTP + BTAN)	147.837	18.544.332	125	80,7	89,6
BONOS DEL TESORO EN ECUS (BTAN ecu)	3.153	183.042 ⁽²⁾	58 ⁽²⁾	1,7	0,9
CERTIFICADOS DE DEPÓSITO (Certificats de dépôt)	11.032	989.446	90	6,0	4,8
BONOS INST. Y SOC. FIN. (BIPS)	2.777	177.124	64	1,5	0,9
PAGARÉS (Billets de Trésorerie)	11.981	571.874	48	6,5	2,8
BONOS A MEDIO PLAZO (BMTN)	6.525	235.087	36	3,6	1,1
TOTAL	183.305	20.700.905	113	100	100

(1) Los importes son en millones de francos.

(2) Se toma el tipo de cambio del franco con el ecu correspondiente al final de Octubre de 1994.

Fuentes: BANQUE DE FRANCE.

La Bolsa de París estableció, en noviembre de 1984, uno de los primeros sistemas de anotaciones de los mercados financieros internacionales. En esa fecha, las autoridades exigieron la transformación de los títulos físicos cotizados en anotaciones en cuenta. Esta innovación suponía uno de los avances más importantes en la modernización del mercado francés. El sistema está compuesto por un depósito central de valores denominado SICOVAM (Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs)

Mobilières), y de un esquema de gestión y liquidación de las transacciones, denominado RELIT (Système de règlement/livraison de valeurs mobilières contre paiement). Por tanto, ambos se corresponden con Saturne en el mercado interbancario de valores a corto y medio plazo. Como central de anotaciones, Sicovam custodia no solo valores cotizados en bolsa, sino también otro tipo de valores, emitidos por residentes o no, entre los que se incluyen las participaciones de los fondos de inversión colectiva (OPCVM).

CUADRO 5

VALORES REGISTRADOS EN SICOVAM

(En millones de francos)

	1992	1993	
		Saldos	Porcentajes %
VALORES FRANCESES			
- Acciones	2.154.575	2.934.433	32
- Obligaciones	3.173.260	3.849.639	42
- Otros	30.916	46.203	0,5
PARTICIPACIONES DE OPCVM	1.876.014	2.166.124	23,5
VALORES EXTRANJEROS	94.793	174.805	2
TOTAL	7.329.558	9.171.204	100

Fuente: SICOVAM.

En el cuadro 5, se presenta la distribución por instrumentos de los saldos registrados en Sicovam. Por grupos de valores, son los títulos de renta fija a largo plazo (que incluyen los valores públicos, OAT) el grupo más importante, con el 42%, mientras que la renta variable ocupa el tercer

lugar, con 32%; destaca la importante participación de los fondos de inversión colectiva con el 23%, mientras que los valores extranjeros alcanzan una participación marginal.

La liquidez de los valores varía considerablemente. Son públicos los que la concentran: en 1992 y 1993, las transacciones de obligaciones han representado el 42% y 41% del total, respectivamente, mientras que su participación en el saldo se ha mantenido estable en torno al 14% (lo que implica una rotación tres veces superior a la media).

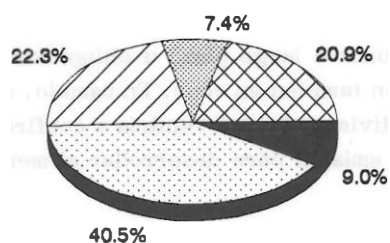
Cuando este trabajo estaba cerrado en su primera versión, se ha obtenido información sobre un comunicado hecho público conjuntamente por Sicovam y el Banco de Francia en el que anuncian el inicio de estudios encaminados a la fusión de Saturne y Relit, con el objeto de crear un sistema unificado de compensación y liquidación de valores. Fundamentalmente, parece tratarse de que Sicovam adopte el sistema Saturne -es decir, que se sustituya el sistema Relit- a cambio de una participación importante del Banco de Francia en el capital de Sicovam.

4. LA POLÍTICA DE GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

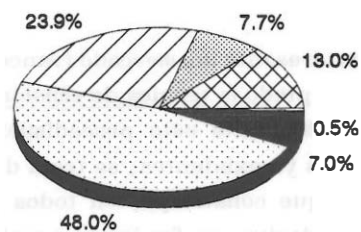
La política de gestión de la deuda pública en Francia es una competencia exclusiva del Ministerio de Economía, a través de la Dirección del Tesoro. Una de las características más distintivas de la misma es su vocación innovadora, con la finalidad de impulsar la modernización del sistema financiero francés y de tratar de promocionar París como centro financiero internacional. En este sentido, la política de gestión de la deuda pública se ha convertido en una vía que, junto a los objetivos habituales y específicos de la misma (minimización del coste de la financiación del Estado o desarrollo del mercado), ha ofrecido a las autoridades la posibilidad de atraer a los operadores internacionales hacia París, mediante la introducción de innovaciones, entre los que son ejemplo la emisión de títulos públicos denominados en ecu, el desarrollo de un mercado de strips o la promoción del importante mercado de derivados.

Gráfico 3.

EVOLUCIÓN DEL SALDO DE DEUDA PÚBLICA (Distribución por Instrumentos)



AÑO 1991



AÑO 1993



4.1. LOS INSTRUMENTOS

En los últimos años, el Tesoro francés ha utilizado -solo- tres tipos básicos de instrumentos: Bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté (BTF), que son letras del Tesoro; Bons du Trésor à taux fixe et intérêt annuel (BTAN), bonos a medio plazo; y Obligations Assimilables du Trésor (OAT), bonos a largo plazo u obligaciones. Los dos últimos instrumentos se emiten también en ecus. En cambio, el Estado francés no ha emitido deuda en divisas, lo que vendría a confirmar la estrategia de utilizar la política de emisión para desarrollar el mercado doméstico, en francos o en ecus.

Las letras del Tesoro (BTF) se emiten solo en francos. Tienen tres plazos básicos de emisión: 13, 26 y 52 semanas, es decir, plazos de 3, 6 y 12 meses, aproximadamente. En octubre de 1994, la participación de las letras del Tesoro en el saldo vivo de deuda negociable era del 10%, habiendo experimentado un ligero incremento desde el 8,9% de finales de 1993.

Una característica interesante del mercado francés de letras del Tesoro consiste en que se ha adoptado la técnica de emisión por tramos, habitual del mercado de bonos. Mediante este procedimiento de asimilación de títulos nuevos a emisiones ya existentes, se trata de aumentar la liquidez del mercado de letras, que constituye, en todos los países, su mayor deficiencia. De esto se deriva un fenómeno igualmente importante: la asimilación de las emisiones da lugar, en la práctica, a un aumento del número de plazos de emisión. En consecuencia, se emiten instrumentos con plazos distintos de los originales, sin afectar negativamente a la liquidez del mercado -justamente, al contrario-: las letras a 3 meses pueden emitirse, de hecho, a plazos de 1 mes, aproximadamente; las letras a 6 meses se transforman en un abanico de instrumentos entre 5 y 7 meses, y las letras a 1 año alcanzan un intervalo de plazos de emisión comprendido entre 9 y 12 meses. Por otro lado, las letras del Tesoro terminan siendo concentradas en plazos especialmente cortos, como lo prueba el que, a 31 de octubre de 1994, la vida media de su saldo fuera de 84 días.

CUADRO 6

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA DEL ESTADO

Distribución por instrumentos

	1990		1991		1992		1993	
	Saldo ¹	%	Saldo ¹	%	Saldo ¹	%	Saldo ¹	%
DEUDA NEGOCIABLE	1.368	100	1.467	100	1.772	100	2.132	100
Deuda a corto y medio plazo	550	40,2	557	38,0	715	40,3	761	36,6
Letras del Tesoro (BTF)	139	9,5	259	14,6	189	8,9
Bonos (BTAN)	418	28,5	456	25,7	592	27,8
Obligaciones (OAT)	662	48,4	781	51,9	977	55,1	1.189	55,8
Otra deuda a largo plazo	156	11,4	149	10,2	80	4,5	162	7,6
OTRA DEUDA	415		401		340		338	
Deuda negociable emitida para FSR		5		13	
Deuda no negociable	415		401		335		325	
ENDEUDAMIENTO TOTAL	1.783		1.868		2.112		2.470	
PROMEMORIA								
Saldo Deuda/PIB*100	27,5		27,6		30,2		34,5	
Vida media en años	5,4		5,8		6,3		6,5	

¹ Los saldos son en miles de millones de francos.

Fuente: DIRECTION DU TRÉSOR, MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE.

Los bonos (BTAN) son emitidos en francos o en ecus, con dos plazos: 2 y 5 años. Al final de 1993, representaban el 28% de la deuda negociable. Los bonos en ecus solo alcanzan el 2% del saldo total de bonos. Se tiende a realizar dos emisiones anuales, una por semestre, con subastas mensuales de tramos adicionales.

El tercero y último tipo básico de instrumentos son las obligaciones (OAT). En 1993, alcanzaban al 56% del saldo vivo de la deuda negociable. A diferencia de las letras del Tesoro y los bonos a medio y largo plazo (1 millón de francos), la denominación mínima es de solo 2.000 francos. Las obligaciones son la referencia típica del mercado francés de deuda pública. La mayor parte de las obligaciones es a tipo fijo y a 10 años, aunque una pequeña parte es a tipo variable. Desde 1987, el Tesoro ha procedido a lanzar emisiones a más largo plazo, de 25 años, primero, y de 30 años, más tarde, abriendo estas últimas en 1989, 1992 y 1994. En 1992, el Tesoro lanzó su única emisión a 15 años hasta la fecha.

Así, pues, la distribución por plazos de emisión del saldo de obligaciones refleja una clara concentración en el de 10 años, mientras que el resto de los plazos se ha introducido de forma mucho más pausada, no regular⁷. Por último, ocasionalmente, dependiendo de las circunstancias del mercado, se han realizado algunas emisiones de obligaciones a tipo variable. Sin embargo, no han llegado a cristalizar en emisiones regulares porque su liquidez es mucho más reducida que la de los mismos plazos a tipo fijo. Aunque existían 12 referencias a tipo variable vivas en octubre de 1994, han sido emitidas con anterioridad a 1990, salvo alguna excepción. En ese mes, las obligaciones a tipo variable⁸ alcanzaban el 5,7% del saldo de obligaciones.

⁷ La vida media del saldo de obligaciones es muy elevada: a 31 de octubre de 1994, 9 años y 126 días. La correspondiente a los bonos era de 2 años y 149 días. La del total de deuda negociable alcanzaba los 6 años y 163 días.

⁸ La determinación del cupón no ha seguido un patrón determinado, habiéndose empleado numerosos criterios: media aritmética de los tipos de emisión de las letras a 13 semanas en los doce meses anteriores, media del rendimiento efectivo en el mercado secundario de determinados bonos a medio plazo, etc.

4.2. LAS CARACTERÍSTICAS DE LAS SUBASTAS

Una de las ventajas comparativas más importantes del mercado francés consiste en la agilidad y rapidez que caracteriza las subastas de títulos públicos. La organización material se realiza, completamente, por el Banco de Francia, incluyendo los títulos negociados en el mercado bursátil, aunque las decisiones se toman, también exclusivamente, en el Tesoro.

El calendario de subastas es similar al español, con la única diferencia destacable de una mayor frecuencia en la emisión de letras del Tesoro. Es el siguiente: todos los lunes se celebra subasta de letras, mientras que una vez al mes se convocan subastas de bonos (el tercer jueves de cada mes) y de obligaciones (el primer jueves de cada mes). Cada dos meses, el segundo miércoles, se realizan subastas de títulos en ecus, bonos y obligaciones.

A las subastas de títulos públicos pueden acudir todas las entidades de crédito que sean titulares de una cuenta de efectivo en el Banco de Francia y de una cuenta de valores en Saturne, para las letras y los bonos, o en Sicovam para las obligaciones. Sin embargo, de hecho, solo participa un número muy reducido de entidades, fundamentalmente los creadores de mercado (18, en 1994) y algunos candidatos a creadores⁹: en torno a unas 21 entidades, en los últimos meses. Esto es fundamental para explicar por qué las subastas del Tesoro francés son tan rápidas y ágiles: registran los menores intervalos de tiempo entre la hora límite de presentación de solicitudes y la comunicación de resultados al mercado.

Dada la importancia que los operadores suelen conceder a este aspecto del mercado primario¹⁰, a continuación se hacen explícitos los intervalos, aproximados, correspondientes a las subastas de cada instrumento. Los resultados de las letras del Tesoro se anuncian entre las 15 h. y las 15 h. 05 m., siendo el tiempo límite de recepción de pujas las 14 h. 55 m. Los resultados de las subastas de bonos a medio y largo plazo se anuncian

⁹ Denominados "Correspondants en Valeurs du Trésor".

¹⁰ Mayor cuanto mayor es la duración del título, debido a la creciente volatilidad de los precios con el plazo.

entre 11 h. 05 m. y 11 h. 15 m., cerrándose la admisión de pujas o solicitudes a las 10 h. 50 m.

Comparada con la situación en el resto de países europeos, donde los intervalos oscilan entre 1 h. y 2 h., aproximadamente, el caso francés constituye, ciertamente, una referencia significativa. Ahora bien: si se toma como ejemplo, posiblemente implique restringir el número y tipo de agentes que tienen acceso directo a la subasta, que en Francia es también el más reducido. Por tanto, en cierta medida, parece que la reducción de estos intervalos hasta aproximarlos a los franceses puede exigir que se cancele el acceso al mercado primario del mayor número de participantes en el mismo, al menos con los medios técnicos actuales. El coste que esto implicaría podría ser importante para las entidades excluidas, sobre todo si estas no desean revelar sus estrategias de mercado a los operadores con acceso a la subasta.

Otra particularidad del mercado primario refuerza aún más la posición de los creadores de mercado. Estos tienen el privilegio de realizar solicitudes no competitivas antes y después de la resolución de la subasta, obteniendo títulos por los que pagan el precio medio ponderado resultante.

Las solicitudes no competitivas de los creadores son de dos tipos, dependiendo de que sean realizadas antes o después de la subasta, y están limitadas en importe. Antes de la subasta, los creadores pueden solicitar un máximo del 10% del importe anunciado (en el caso de las letras del Tesoro) o del punto medio del intervalo anunciado (en el caso de la deuda a medio y largo plazo). A su vez, estos importes se distribuyen entre los creadores de mercado, según la participación alcanzada en las adjudicaciones competitivas de las últimas tres subastas correspondientes al instrumento de que se trate. El segundo tipo de solicitudes no competitivas es el que implica un mayor privilegio para los creadores de mercado: hasta un 15% del importe anunciado (o media del intervalo), tras conocer los resultados de la subasta y la reacción del mercado, ya que pueden presentar las solicitudes hasta las 16 h. del día siguiente a la celebración de la misma. Probablemente este sea uno de los mayores

privilegios que los creadores tienen en el mercado primario de títulos públicos en los países europeos¹¹.

En las emisiones en ecus, las solicitudes no competitivas son únicamente del segundo tipo y alcanzan hasta el 25% del objetivo de emisión. Su distribución entre los creadores de mercado se realiza con el mismo criterio aplicado en las emisiones en francos.

La técnica de subasta empleada es la de precio múltiple o americana, mediante la que cada participante paga el precio que ha ofertado¹². Se pueden hacer hasta tres pujas y, en principio, solo se aplica prorrateo de cantidades al precio límite o marginal¹³. Existe un calendario anual de emisiones para las obligaciones, semestral para los bonos y trimestral para las letras. No obstante, tiene escasa importancia, ya que se trata de emisiones regulares, al igual que sucede en Italia o España. Igualmente, en los días anteriores a la celebración de la subasta, se establecen las características de la misma. Sin embargo, existe una diferencia importante con respecto a la mayor parte de los países europeos en lo que se refiere a la precisión del volumen de emisión en el momento de la convocatoria de la subasta. En el caso de las letras del Tesoro, se establece un objetivo puntual, mientras que en los bonos a medio y largo plazo se anuncia un intervalo objetivo, que es vinculante para el Tesoro; además, el Tesoro no deja desierta ninguna subasta. Finalmente, el plazo entre la fecha de la subasta y el pago de los títulos adjudicados se amplía con la duración de los instrumentos, oscilando entre 3 días para las letras del Tesoro inferiores a 6 meses y hasta unas cuatro semanas para los títulos a 5 años. En esta regla, causa excepción la liquidación de las subastas de obligaciones, que es, siempre, el 25 del mismo mes.

¹¹ No obstante, es cierto que su efectividad o conveniencia dependerá de la situación del mercado, alcista o bajista. Esto se puede ilustrar señalando que los porcentajes adjudicados mediante solicitudes no competitivas han disminuido considerablemente en 1994: 3,3% para las letras del Tesoro, 3,9% para los bonos a 2 años, y 5,3% para los bonos a 5 años, en los 10 primeros meses.

¹² Los importes mínimos admitidos son de 1 millón de francos para letras y bonos, 50 millones para las obligaciones y 5 millones de ecus para los títulos así denominados.

¹³ Las pujas se realizan en tipos de interés para las letras del Tesoro y en precios para los bonos a medio y largo plazo.

4.3. LA GESTIÓN ACTIVA DE LA DEUDA

La señal más clara de las inquietudes innovadoras del Tesoro en su política de gestión de la deuda consiste en su estrategia de gestión activa. Ésta se realiza a través de un organismo creado (o, al menos, renovado) expresamente para ello, el Fond de Soutien de Rentes, y de varios tipos de operaciones llevadas a cabo en el mercado secundario: cesiones temporales de títulos a los creadores, subastas inversas, recompra de títulos en operaciones bilaterales y permutas de valores.

El Fond de Soutien de Rentes, FSR (Fondo de Sosténimiento de Rentas), es un organismo cuyo origen se remonta a 1937, y que fue creado originalmente con el objetivo de estabilizar los movimientos de precios en el mercado de valores. La Ley Presupuestaria de 1991 reformó esta figura y le asignó un papel de instrumento de intervención en el mercado secundario. Fundamentalmente, la finalidad de este organismo consiste en ofrecer contrapartida a los creadores de mercado en situaciones de escasez de valores, o de retirar títulos que tienen un volumen marginal y una escasa liquidez¹⁴.

El Fondo está encuadrado en la Dirección del Tesoro, que asume el coste de administración y las pérdidas o ganancias de su gestión. Las operaciones que puede realizar son de todo tipo: de compraventa simple, operaciones dobles, de préstamo de valores, o de permuta de títulos.

El Tesoro puede también realizar emisiones especiales de títulos para ser depositadas en el Fondo. Sin embargo, en este caso, las operaciones que este organismo puede realizar son, exclusivamente, de cesión temporal con pacto de recompra a los creadores de mercado. Con esta restricción, se intenta que toda la financiación obtenida por el Estado siga

¹⁴ Por otra parte, la existencia del Fondo puede estar relacionada con la separación entre Tesoro y Banco de Francia, que se ha ido intentando reforzar en los últimos años: habitualmente, han sido los bancos centrales los que han realizado, por cuenta del Tesoro, operaciones de esta índole.

siendo canalizada por las técnicas habituales de subasta (o de sindicación). Cuando los valores emitidos y depositados en el Fondo dejan de ser utilizados porque la evolución del mercado no lo exige (en particular, el aumento de la liquidez del título), son cancelados o amortizados. No obstante, según la información disponible, hasta finales de 1994, el depósito o reserva de valores del Fondo ha estado compuesto, exclusivamente, por títulos denominados en ecus. Esto indica que, en la práctica, las operaciones de cesión temporal de valores a los creadores de mercado han tenido como objetivo casi exclusivo favorecer la liquidez del mercado de títulos en ecus, sobre lo que se vuelve en el siguiente apartado.

La política de gestión activa de la deuda pública abarca otro tipo de operaciones, en el mercado de títulos en francos. En primer lugar, la convocatoria de subastas inversas, o de recompra, con el objeto de llevar a cabo una amortización anticipada de referencias poco líquidas, o bien, incluso, de referencias con un saldo muy elevado, cuya amortización se desea desconcentrar. En segundo lugar, el Tesoro realiza el mismo tipo de operación anterior de forma bilateral -como un operador más en el mercado secundario, sin haber realizado, por lo tanto, una convocatoria pública-, con el objeto de recomprar títulos desplazados de la negociación por su escasa liquidez. En tercer lugar, el Tesoro ha llevado a cabo ofertas de permutas de valores, mediante las que pone en circulación nuevas referencias o tramos de referencias ya existentes, caracterizadas por su mayor periodo residual de maduración: por esta vía, trata de amortizar anticipadamente títulos antiguos; en 1992, realizó la operación más importante, al retirar del mercado títulos del Estado o asumidos por el mismo, emitidos en los años setenta y primeros ochenta, por valor de 48 mm de francos, mediante el canje por referencias de obligaciones recientemente emitidas.

En resumen, la política de gestión activa de la deuda tiene como principales finalidades las siguientes: aumento de la liquidez del mercado de títulos en ecus, retirar del mercado emisiones antiguas y con poca liquidez e, incluso, desconcentrar el calendario de amortizaciones. Y para ello se ha creado un organismo específico en la Dirección del Tesoro, el Fond de Soutien de Rentes. No obstante, con la excepción de la operación

de permuta de valores comentada, los volúmenes movilizados por el conjunto de estas operaciones son muy reducidos, lo que parece indicar que los efectos reales de esta estrategia de gestión de la deuda son moderados, a pesar de la importancia otorgada tanto en medios oficiales como privados.

4.4. LAS EMISIONES EN ECUS

Desde 1989, el Estado francés ha adoptado una política de emisión en ecus que le ha convertido en el principal emisor en este mercado. Aunque, como razones formales, se citan el propósito de impulsar el proceso de unión monetaria en Europa a través del uso de la moneda común, o la conveniencia de diversificar el endeudamiento a través del uso de otras monedas, la razón fundamental parece consistir en la localización del mercado del ecu en París. En efecto: habiéndose convertido el Estado francés en el emisor dominante en el mercado del ecu¹⁵, las autoridades pueden lograr que este mercado en desarrollo tienda a anclarse en esta plaza. De ello se espera que en el futuro mercado de la moneda única europea, París podría desempeñar un papel más importante como centro financiero. También es comprensible, por tanto, que el Estado francés no haya realizado emisiones en otras divisas, ya que esto significaría promocionar mercados competidores. Por todo ello, es posible afirmar que en la política de la gestión de la deuda pública en Francia pesan más, en ocasiones, consideraciones como la promoción de los mercados nacionales que de minimización de la carga financiera: la reducida liquidez del mercado en ecus, en comparación con la existente en los mercados de las principales divisas, hace pensar que los inversores exijan a las emisiones en ecus una prima de liquidez mayor.

¹⁵ En 1993, las emisiones del Estado francés acapararon dos tercios, aproximadamente, de las emisiones brutas en el mercado del ecu.

En ese contexto, se entiende que el Tesoro se planteara, para 1992 y 1993, un objetivo de emisiones en ecu del 15% de las emisiones brutas de deuda negociable durante ese período. Sin embargo, la escasa demanda¹⁶ impidió que se cumpliera ese objetivo, a la vista de lo cual el Tesoro ha optado por mantener una presencia mucho más moderada, aunque regular, en el mercado.

La regularidad que se pretende introducir en el mercado se ha materializado, durante 1994, en un programa de emisiones, cada dos meses, por un importe mínimo de 100 millones de ecus, puestas en circulación a través de un sindicato de bancos, entre los que se encuentra la mayoría de los creadores de mercado. En un intento de forzar la liquidez y desarrollo del mercado, el Tesoro ha introducido en los últimos años dos innovaciones. Por un lado, ha incluido, a partir de enero de 1995, entre los criterios de evaluación de los creadores de mercado, su participación en el mercado del ecu, estableciendo el requisito de una cuota mínima del 2% tanto en el mercado primario como en el secundario.

Por otro, como se ha adelantado en el apartado anterior, a través del Fond de Soutien de Rentes se trata de aumentar la liquidez del mercado mediante la creación de una reserva de valores en ecus. Este depósito o reserva de valores es movilizado por el Fondo para realizar operaciones dobles con los creadores de mercado. La primera ocasión en la que se utilizó este sistema fue en octubre de 1992: el Tesoro emitió para su colocación en el Fondo varias líneas de obligaciones en ecus. En septiembre de 1994, el depósito del Fondo estaba compuesto por 7 referencias de obligaciones en ecus y 2 de bonos en ecus, con un amplio abanico de amortizaciones, desde 1997 a 2022. El importe nominal del saldo era de 2.400 millones de ecus. Por último, la participación de las emisiones de ecus en el saldo de deuda negociable alcanzaba, a finales de 1993, el 4,3%.

¹⁶ Se debe recordar que el mercado del ecu sufrió un choque notable como consecuencia de la inestabilidad cambiaria que siguió al no danés.

5. EL MERCADO SECUNDARIO

En este apartado, se comentan algunas de las cuestiones más importantes sobre el funcionamiento y características del mercado secundario. En primer lugar, se analiza el papel desempeñado por los creadores de mercado: en especial, la separación entre creadores del mercado monetario y del mercado de deuda pública. En segundo lugar, se exponen las operaciones existentes en el mercado; se presta especial atención al desarrollo del mercado de dobles y su transformación hacia una homologación internacional, que ha reducido las peculiaridades de los repos franceses. A continuación, se aborda la distribución por inversores (sobre la que no existen estadísticas oficiales) y la fiscalidad de los rendimientos mobiliarios. En cuarto lugar, se analiza el mercado de strips que constituye una de las virtudes generalmente atribuidas al mercado francés. Finalmente, se señala la importante contribución realizada por el mercado de derivados al desarrollo del mercado secundario.

5.1. CREADORES DE MERCADO

Uno de los elementos distintivos de los creadores en el mercado francés es la separación formal entre creadores de los mercados monetario y de deuda pública: separación en cuanto a sus funciones, privilegios, o criterios de selección, establecidos por el Banco de Francia y el Tesoro, respectivamente.

El Banco de Francia selecciona, exclusivamente por su actividad en el mercado interbancario, un número determinado de entidades -en la actualidad, 26- en la conducción de sus operaciones de regulación de la liquidez, denominadas Opérateurs Principaux du Marché.

Por su parte, desde 1987, el Tesoro selecciona los creadores del mercado de deuda pública, Specialistes en Valeurs du Trésor, 18 en los últimos años. Tanto las funciones desarrolladas por estos creadores como

los criterios de selección son los habituales¹⁷. En cambio, el periodo de evaluación es más largo: hasta 1994 era cada dos años y se dilatará aún más a partir de la elección correspondiente a enero de 1995, ya que los creadores elegidos mantendrán su condición hasta fin de 1998.

No obstante, a pesar de la clara delimitación legal entre ambos tipos de creadores, en la práctica un buen número de entidades ostentan las dos condiciones. En 1994, de los 18 creadores del mercado de deuda pública, 12 eran también creadores del mercado monetario: los 6 restantes tienen en común que no son bancos franceses.

Es posible que la importancia de los creadores en el mercado francés de deuda pública sea, incluso, mayor que en otros mercados. Esto sería consecuencia de un doble fenómeno: en primer lugar, por tratarse de un mercado mayorista, en el que la negociación al por menor de los miembros del mercado con los terceros es marginal. En segundo lugar, dado que a las subastas de títulos públicos casi solo acuden los creadores, la distribución de los títulos en el mercado secundario se realiza por el grupo de los creadores, lo que implica una concentración considerable de la negociación a través de los mismos¹⁸.

Otras características del funcionamiento de los creadores franceses son las siguientes: deben mantener una cartera de negociación claramente separada del resto de la cartera de títulos poseída por la entidad para su actividad general y se les exigen unos recursos propios elevados (300 millones de francos en 1995, unos 7.500 millones de pesetas).

Existe también un mercado ciego, a través de un único intermediario denominado prominofi, propiedad de los creadores de mercado. El mercado

¹⁷ Por ejemplo, el criterio fundamental de selección consiste en la cuota de mercado que las entidades alcanzan, tanto en el mercado primario como en el secundario (con un mínimo del 3% para el conjunto de ambos mercados y 2% para cada uno de los tres tipos básicos de instrumentos, distinguiendo, además, entre emisiones denominadas en francos y en ecus).

¹⁸ Esto es lo que parece desprenderse del hecho de que el volumen de negociación correspondiente a los dos días de liquidación de las subastas de bonos (el 5 para el plazo de dos años y el 12 para el de 5 años) alcance entre el 20% y el 33% de la negociación mensual total, en el periodo octubre de 1993 a octubre de 1994.

ciego tiene una finalidad, en la práctica, de orientación sobre los precios, ya que se obtienen mejores precios mediante una relación bilateral, telefónica. A la vista de los precios que aparecen en pantalla, con diferenciales oferta/demanda relativamente amplios, los creadores buscan mejores precios fuera del mercado ciego. Por tanto, como sucede en otros países, el mercado ciego parece constituir una referencia de precios máximos antes que un lugar donde se encuentran las cotizaciones más atractivas. La razón parece clara: la exigencia de que los precios e importes que aparecen en pantalla sean firmes hace que los creadores tiendan a cubrirse ante movimientos inesperados, mediante la introducción de márgenes de seguridad.

En este sentido, el mercado francés en su conjunto, no solamente ciego, se diferencia fundamentalmente del mercado telemático italiano. En este último, los miembros del mercado están obligados a realizar todas las transacciones simples a través, única y exclusivamente, del circuito electrónico, de pantallas. Por tanto, no se pueden negociar operaciones (simples al contado) por teléfono. En ese sentido, se puede considerar que la organización del mercado francés se caracteriza por su flexibilidad, frente a la rigidez del mercado telemático, lo que puede constituir una fuerza centrífuga en el fenómeno de la deslocalización de la negociación, que este último ha sufrido.

Por último, el Tesoro francés ha creado, en junio de 1994, una segunda categoría de creadores de mercado, denominados Specialistes de la Pension sur Valeur du Trésor. Se trata de un grupo de 12 creadores de mercado especializados en el mercado de dobles. La finalidad es la de promover el mercado de dobles, así como de aumentar su transparencia. Este grupo de creadores se compromete a cotizar precios para repos con cuatro vencimientos distintos: 1 día, 1 semana, 1 mes y 3 meses. Los importes que deben cotizar varían con el plazo: 500 millones de francos para los dos primeros plazos, 200 millones en el de 1 mes y 100 millones en el de 3 meses. La fecha valor de las transacciones es siempre día siguiente, al igual que en las operaciones simples con letras del Tesoro y bonos.

Una última reflexión sobre el funcionamiento de los creadores en el mercado francés puede ser oportuna. Habitualmente, se entiende que el

principal atractivo de la condición de creador de mercado consiste en su función de contrapartida del banco central: el hecho de que en Francia se haya efectuado esa separación podría significar que el Tesoro haya debido de ofrecer mayores privilegios, como, por ejemplo, el mecanismo de ofertas no competitivas.

5.2. NEGOCIACIÓN Y CARACTERÍSTICAS DE LAS OPERACIONES

Como se ha expuesto anteriormente, el mercado francés de deuda pública está separado en dos áreas: de letras del Tesoro y bonos, por un lado, y de obligaciones, por otro. Las razones son básicamente tres: la existencia de dos centros de registro y custodia de valores, con sus respectivos sistemas de cotización, liquidación y compensación; la fuerte diferencia en los importes mínimos entre los títulos, que lleva a que uno sea fundamentalmente mayorista, mientras que en el otro quepa el negocio al por menor; y que el arbitraje entre ambos mercados, sobre todo a lo largo de la curva de rendimientos por plazos, resulta dificultado porque en el mercado a corto y medio plazo la fecha valor de las operaciones es D+1 (es decir, día siguiente a la fecha de contratación), mientras que en el mercado bursátil es D+3 (es decir, tres días después de la fecha de contratación). Este último factor puede ser el que tenga, de hecho, mayores repercusiones e implicaciones. La conexión o puente entre ambas áreas se realiza a través de los creadores de mercado, agentes comunes y nucleares en ambos segmentos del mismo.

La deuda a medio y largo plazo se negocia en el mercado bursátil, más precisamente en la Bolsa de París, lo que permite una distribución de estos títulos hasta los pequeños ahorradores. No obstante, el núcleo del mercado está formado por la negociación que realizan los creadores, que cotizan en sus pantallas precios e importes propios de un mercado mayorista. Esto permite que el núcleo del mercado de obligaciones- aun utilizando como la central de anotaciones y el sistema de liquidación los correspondientes a la bolsa- mantiene un funcionamiento descentralizado: la mayor parte de la negociación se realiza vía telefónica entre los creadores, y entre estos y otros miembros del mercado.

En el cuadro 7, se pueden observar algunas características de la negociación de los instrumentos por tipo de operaciones, así como un intento de comparación con los indicadores correspondientes al mercado español. Como cabría esperar de la caracterización de ambas áreas del mercado francés, los bonos en francos presentan unos indicadores de liquidez mejores, mientras que la rotación de las obligaciones es muy inferior. También destaca la menor liquidez de los bonos en ecus, a pesar de los esfuerzos realizados por el Tesoro francés, a través del Fond de Soutien de Rentes.

De la comparación con el mercado español, se desprenden algunos resultados interesantes. A pesar de la cautela con que se debe leer este tipo de estadísticas comparativas, parece posible concluir que, en primer lugar, la liquidez de los títulos públicos franceses es mayor que la de los españoles en el mercado de operaciones simples al contado; en segundo lugar, la liquidez del mercado de letras del Tesoro, en Francia, es extraordinariamente mayor que en España; en tercer lugar, la situación parece invertirse en el mercado de dobles: este sería mucho más líquido en España que en Francia.

Los resultados anteriores demandan algún intento de explicación. La más importante podría consistir en que un mercado interbancario, mayorista, como el de deuda a corto y medio plazo en Francia, justifica la alta rotación de sus instrumentos. En cambio, en el mercado español, donde los ahorradores invierten en instrumentos públicos, estos tienden a mantenerse hasta su vencimiento, haciendo disminuir el indicador de liquidez. La situación contraria en el mercado de dobles permite entender por qué, en los últimos meses, los organismos rectores del mercado -Banco de Francia y Tesoro- están concentrando sus esfuerzos en la redefinición y desarrollo del mercado de dobles, como más adelante se expone. No se dispone de información cuantitativa sobre el volumen de negociación de operaciones dobles con obligaciones (OAT): no obstante, las características del mercado a largo plazo dan pie a pensar que la rotación sería aún más baja que la correspondiente a los bonos.

CUADRO 7

INDICADORES DE LA LIQUIDEZ DE LOS TÍTULOS PÚBLICOS(1) ROTACIÓN(2) DEL SALDO COMPARACIÓN FRANCIA/ESPAÑA

FRANCIA	1993	1994 ⁽³⁾	ESPAÑA	1993	1994
1) OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO			1) OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO		
- Bonos en ecus	7,6	6,5	- LETRAS DEL TESORO	1,7	1,3
- Letras del Tesoro	24,3	18,1	- BONOS Y OBLIGACIONES	15,1	14,9
- Bonos	25,5	25,2			
- Obligaciones	17,4	23,2			
2) PENSIONS LIVRÉES			2) REPOS Y SIMULTÁNEAS		
- Bonos	n.d.	4,8	- LETRAS DEL TESORO	17,2	14,6
			- BONOS Y OBLIGACIONES	34,2	35,5

(1) En el caso de España, se incluye la negociación entre titulares y con terceros. En el caso de Francia, se trataría de la negociación "total". La comparación solo puede entenderse como orientativa.

(2) Rotación = Valor anual de las transacciones/saldo fin de período.

(3) Estimaciones a partir de la información disponible para el período enero-octubre.

Fuentes: SICOVAM, SATURNE y CENTRAL DE ANOTACIONES.

En cuanto a las clases de operaciones dobles, la situación es la siguiente. En primer lugar, según la información disponible, el mercado francés es una excepción en lo que se refiere a la existencia de operaciones de préstamo de títulos sin garantía o colateral. No obstante, su importancia es escasa. En las operaciones dobles propiamente dichas, han destacado tradicionalmente las operaciones dobles denominadas réméré y pension livrée. La réméré es comparable a un repo a la vista en el mercado español, y, en los últimos años, está siendo sustituida por la pension livrée, en un proceso impulsado por las propias autoridades (en el cuadro 8 se puede observar cómo en 1993 el 97% de las operaciones dobles con obligaciones fueron de este tipo).

La normativa de la pension livrée ha sido modificada en diciembre de 1993, con la finalidad básica de aumentar la seguridad jurídica de la transacción para las partes contratantes: en caso de que una de las partes no cumpla su compromiso al vencimiento de los títulos, o que se vea inmersa en un proceso concursal, la nueva legislación asegura que su contrapartida mantendrá los valores o el efectivo. Tras esta reciente modificación, la pension livrée es similar a la simultánea española, incluso en su régimen contable y fiscal. Parece posible argumentar que la escasa liquidez del mercado de dobles en Francia podría ser consecuencia, fundamentalmente, del mayor riesgo de crédito que estas operaciones implicaban hasta 1993. Otra razón que puede explicar el menor desarrollo del mercado de dobles en Francia puede residir en la restricción a la cesión de valores en plazos en los que tenga lugar el pago de cupón¹⁹.

¹⁹ En el momento en que tenga lugar un pago de cupón o de dividendo, los valores correspondientes no pueden ser objeto de pension livrée. No obstante, se espera que esta restricción desaparezca dentro del marco regulador que quedará definido próximamente en un acuerdo marco o Convention de Place. Por otra parte, también los valores privados pueden ser objeto de este tipo de operaciones, pero, en este caso, las dos contrapartidas habrán de ser entidades de crédito.

CUADRO 8

OPERACIONES DOBLES CON OBLIGACIONES DEL ESTADO

(Saldos de las entidades de crédito a fin de año)

(En millones de francos)

	1991	1992	1993
RÉMÉRÉS	11.207	5.278	5.091
PENSIONS LIVRÉES (1)	57.818	119.793	158.848
TOTAL (2)	69.025	125.071	163.939
[(1) / (2)] * 100	83,7	95,7	96,9

Fuentes: BANQUE DE FRANCE.

Otro importante cambio que se ha introducido recientemente en el mercado de operaciones dobles, ya señalado, ha sido la creación de un grupo de creadores de mercado que cotizan precios en firme para diferentes plazos. En fin, se espera la inminente firma de un nuevo acuerdo marco (o Convention de Place), que concrete y homogenice todos los aspectos relacionados con este tipo de operaciones.

Por último, conviene precisar que existe una diferencia importante en el mercado de la pension livrée respecto del de simultáneas: una proporción muy elevada de las operaciones negociadas no son a tipo fijo, como en España, sino a tipo flotante. Esto implica que el coste de la operación para el tomador del efectivo viene determinado no por un tipo fijo previamente acordado, sino por los tipos medios a un día en el mercado

interbancario de depósitos, registrados durante el período en el que la operación esté viva²⁰.

La importancia histórica de las operaciones dobles a tipo variable parece no satisfacer a los reguladores del mercado. Entre los argumentos aducidos, se encuentra el de la dependencia excesiva de los tipos del interbancario a un día, o que implican un grado de incertidumbre considerable para el tomador de la liquidez, ya que hasta el vencimiento de la operación no se conoce el coste de la misma. También cabe considerar que el tipo variable es una peculiaridad del mercado de dobles francés, que no se ajusta a la práctica internacional. Por último, se puede destacar que, en la constitución del grupo de 12 creadores de mercado de operaciones dobles, solo se contempla la obligación de cotizar precios para las operaciones a tipo fijo.

5.3. INVERSORES Y FISCALIDAD

No existen estadísticas oficiales sobre la distribución de la deuda pública por tenedores. Por tanto, no es posible establecer con el detalle de países como España o el Reino Unido y, en menor medida, Italia, el tipo de inversores que sostienen el mercado.

El elevado importe unitario de los títulos públicos a corto y medio plazo permite suponer que la demanda directa de los mismos por las familias debe ser prácticamente inexistente. En las obligaciones con importes mínimos de 2.000 francos, no existe el impedimento anterior: aun así, los indicios apuntan a que la compra directa por las familias de estos títulos es escasa. Por un lado, la estructura del mercado de obligaciones, con un núcleo en el negocio entre creadores, y, en segundo nivel, en la Bolsa de París, no parece que sea la idónea para alcanzar una difusión amplia entre los ahorradores; por otro lado, pocos agentes tienen acceso al mercado

²⁰ En septiembre de 1994, la distribución del saldo vivo de operaciones pension livrée estaba compuesto por un 40% a tipo variable y un 60% a tipo fijo, aproximadamente.

primario; finalmente, las comisiones cargadas para pequeñas operaciones parecen ser muy elevadas.

En cambio, la inversión colectiva tiene en Francia una larga tradición y popularidad: la capitalización de los fondos de inversión colectivos superaba en 1993, por sí sola, la conjunta del resto de países de la Unión Europea.

Como se adelantó en el apartado 3, las diferencias en el tratamiento fiscal entre la posesión directa de activos financieros o a través de participaciones en fondos de inversión no son tan acusadas como en España: en 1994, los rendimientos del capital mobiliario (sin distinción o discriminación por emisores) estaban exentos de tributación en los 8.000 primeros francos para declarantes individuales y 16.000 para declaraciones conjuntas (200.000 y 400.000 pts., respectivamente, frente a 25.000 en España). El resto estaría sujeto al tipo marginal del impuesto sobre la renta: sin embargo, los contribuyentes pueden elegir entre este régimen y una retención del 19,4% que les libera de cualquier obligación fiscal ulterior.

Junto al excelente tratamiento fiscal de la posesión directa de activos financieros, el correspondiente a la posesión indirecta a través de instituciones de inversión colectiva (OPCVM) resulta igualmente atractivo, aunque, en este caso, las diferencias con el caso español se reducen. No obstante, sigue siendo mejor en Francia, porque se combinan dos elementos. En primer lugar, las plusvalías generadas por venta de participaciones en fondos de hasta 100.000 francos (en 1994, y hasta 50.000 francos en 1995) están exentas²¹: por tanto, 2,5 millones en 1994 y 1,25 millones en 1995, frente a 0,5 millones y 0 millones, respectivamente, en España. En segundo lugar, a partir de 1994, es aplicable a los rendimientos obtenidos como plusvalías la exención general de los rendimientos del capital mobiliario (8.000 y 16.000 francos).

En cuanto a los inversores no residentes, el mercado francés se caracteriza, fundamentalmente, por ser -junto al alemán- el mercado

²¹ Hasta 1993, eran aún más altas: 166.000 francos (4.150.000 pts.).

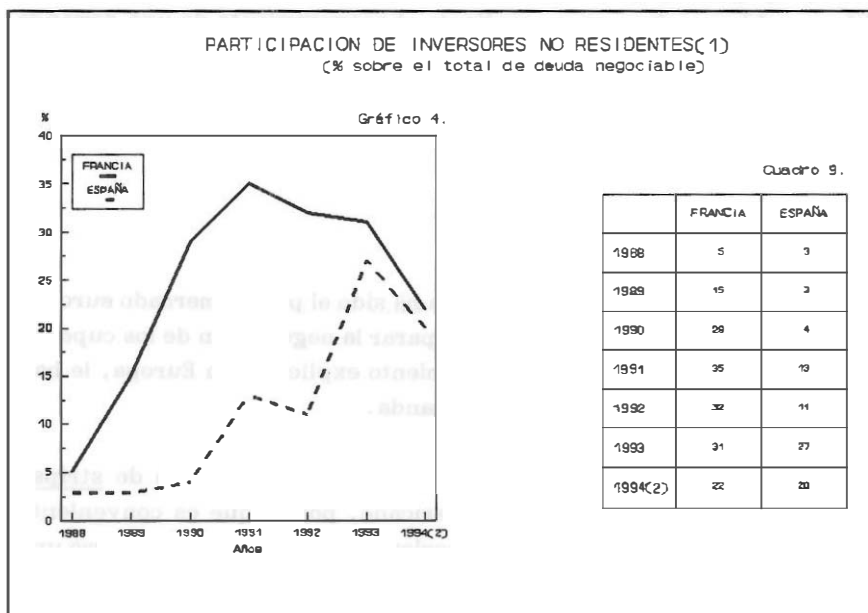
europeo que antes atrajo la inversión extranjera. En el cuadro 9 y en el gráfico 4, se presenta una comparación entre el mercado español y el francés. Como se puede observar, en 1989, la inversión extranjera ya era importante en Francia, mientras que en España hubo que esperar dos años más. Sin embargo, al finalizar 1993, la participación de los inversores no residentes en el mercado español se había aproximado sensiblemente a la correspondiente a Francia. Esta equiparación es especialmente relevante porque el mercado francés suele ser puesto como ejemplo por los operadores internacionales. Por otra parte, también resulta evidente que el cambio de situación en los mercados europeos en 1994 y, sobre todo, la salida de inversores no europeos, es común a ambos mercados, a pesar de las notables diferencias en la evolución de las variables fundamentales de sus economías: la caída de la participación de no residentes en Francia es de 9 puntos porcentuales, mientras que en España es de "solo" 7 puntos en el primer semestre del año²².

Otro aspecto a destacar consiste en que, desde 1991, la participación de los inversores no residentes ha descendido. Como se puede observar en el gráfico 1, en ese año la rentabilidad de los títulos públicos alemanes y franceses tiende a igualarse por primera vez. Esto da pie a plantear que, posiblemente, dadas las características del espacio financiero europeo, la aproximación de los rendimientos a los niveles alemanes tiende a estancar la inversión exterior en el mercado en cuestión.

En relación con este punto, se debe señalar que, recientemente, en septiembre de 1994, se ha introducido una innovación importante en la política de deuda pública, destinada a facilitar la distribución de la misma entre los inversores individuales residentes, lo que supone una notable alteración de la estrategia seguida por el Tesoro francés. En efecto: en ese mes, se ha puesto en marcha un programa que tiene como finalidad la distribución de obligaciones a 10 años entre los ahorradores franceses. El sistema utilizado ha sido la constitución de un sindicato de bancos franceses (19) que se han comprometido, para el período octubre de 1994

²² Por otra parte, la distribución de la cartera de los no residentes por instrumentos es similar a la española, con un 3% de letras del Tesoro y el resto de deuda a medio y largo plazo, aunque en esta última el peso de las obligaciones parece ser mayor en Francia que en España; esto último podría indicar que el riesgo de interés asumido tiende a ser mayor en aquel país.

a septiembre de 1995, a la colocación de un total de 19,6 mm de francos (unos 485 mm de pesetas) entre sus clientes. Además, el total asumido por el sindicato habrá de distribuirse por importes específicos cada mes. Los bancos recibirán una comisión del 2%: es decir, los títulos vendidos a sus clientes tendrán un precio igual al pagado por estos al Tesoro más dos puntos porcentuales. Se trata de un coste de intermediación elevado, incluso si se compara con las comisiones cargadas por bancos y cajas de ahorros españoles a sus clientes (entre 0,5% y 1%, aproximadamente).



(1) La participación se mide a través de la cartera a vencimiento: incluye las cesiones efectuadas al sistema bancario. Los datos son a fin de período.

(2) Para 1994, los datos se refieren a junio.

Fuentes: BANQUE DE FRANCE, CRÉDIT COMMERCIAL DE FRANCE Y CENTRAL DE ANOTACIONES.

Esta innovación ha sido explicada tanto en medios oficiales como del mercado, no con la perspectiva del estancamiento de la inversión exterior, sino a partir del éxito alcanzado por una emisión especial realizada en junio de 1993, conocida como Grand Emprunt d'Etat 6%, juillet 1997, o Emprunt Balladur. Esta emisión especial constituye una operación financiera interesante, y relativamente compleja, que incluye incentivos fiscales, transformación de riqueza financiera desde el corto plazo al largo plazo y apoyo al proceso de privatizaciones puesto en marcha por los últimos gobiernos franceses, mediante el aseguramiento de una demanda potencial considerable y distribuida ampliamente en la sociedad francesa²³.

5.4. EL MERCADO DE STRIPS

El mercado francés de deuda pública ha sido el primer mercado europeo que ha introducido la posibilidad de separar la negociación de los cupones y el principal de los títulos con rendimiento explícito. En Europa, le han seguido los mercados de Bélgica y Holanda.

En mayo de 1991, el Tesoro francés inauguró el mercado de strips, tomando como ejemplo el mercado americano, por lo que es conveniente realizar una breve referencia a la experiencia de este último, así como una breve valoración del mercado de strips.

La característica fundamental de la separación de cupones [n] y principal [1] es que permite la creación de bonos de cupón cero [n+1] con una duración superior a la del título inicial. Concretamente, los bonos

²³ La originalidad de la operación y los excelentes resultados obtenidos justifican su descripción más detallada. Se trata de la emisión de un bono a 4 años, con cupón del 6%, mediante sindicación de los principales bancos franceses, inicialmente fijada en 40 mm de francos, que terminó ampliándose a 110,4 mm. Los suscriptores de estos bonos tenían la posibilidad de permutarlos por acciones de las empresas que se privaticen hasta julio de 1997. También tenían la posibilidad de transformar estos valores en participaciones en fondos de renta variable, de fiscalidad especialmente atractiva. En fin, la suscripción también fue incentivada porque la inversión financiada con participaciones en fondos de inversión a corto plazo se podía realizar con una exención fiscal completa de las plusvalías generadas en dichos fondos.

cupón cero tienen una duración igual a su plazo de emisión; y los resultantes de una separación, una duración igual al plazo residual de vencimiento del título separado. Como ejemplo, se puede utilizar la obligación a 10 años puesta en circulación por el Tesoro español recientemente (obligación, 10%, febrero de 2.005). A 20 de enero, la duración de la misma era de unos 6,7 años: si fuera separable en valores representativos de sus flujos de caja, los correspondientes al último cupón y al principal tendrían una duración de 10 años, un 50% superior al del título original, aproximadamente.

En Estados Unidos, los strips (Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities) se iniciaron en 1982, aunque el mercado no tomó fuerza hasta que, en 1985, los valores resultantes de la separación de los cupones del bono inicial tuvieron acceso al sistema de anotaciones en cuenta de la Reserva Federal²⁴. El mercado americano de strips experimentó un nuevo impulso cuando, en 1987, el Tesoro permitió que los valores resultantes de la separación pudieran ser reconstituidos en el título inicial. En la evolución de este mercado, dos aspectos han resultado tradicionalmente cruciales: liquidez y fiscalidad.

La liquidez de los mercados de strips es relativamente reducida, lo que ha dificultado su desarrollo, en especial el tramo de los valores-cupón resultantes. En este sentido, las autoridades siempre han tratado de promoverla; por ejemplo, en el programa de strips del Tesoro americano, tanto la separación como la reconstitución de los títulos iniciales no comportan costes para los operadores, lo que cabe interpretar como un intento de las autoridades de abaratar el coste de la transacción y, por tanto, de favorecer la liquidez del mercado. En cuanto al tratamiento fiscal del bono cupón cero resultante del principal del título original, parece²⁵ ser mejor: la ventaja fiscal aumenta, según Livingstone y Wright, con la pendiente de la curva de rendimientos por plazos, con el plazo de emisión,

²⁴ En realidad, puede interpretarse que el resultado del stripping, más que en la aparición de auténticos valores, consiste en la separación de dos derechos derivados de la posesión del título con rendimiento explícito.

²⁵ Véase Livingstone, M. y Wright Gregory, D., The stripping of U.S. Treasury Securities, Monograph Series in Finance and Economics, 1989, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, New York University.

con el nivel de tipos y con el nivel de impuestos. En cambio, la situación es la contraria para los valores-cupón resultantes. Si las conclusiones de estos autores son correctas, se puede pensar que una hipotética introducción de esta técnica en el mercado español podría estar caracterizada por una demanda superior a la del título original para el primer tipo de valores resultantes y muy inferior para el segundo tipo, debido a dos características actuales del mercado: el alto nivel de tipos y la elevada retención fiscal aplicada a los cupones.

Entre los inversores últimos interesados en este tipo de valores, se encuentran los que asumen un mayor riesgo de interés²⁶, dada la mayor duración resultante para el bono cupón-cero procedente del principal original, o bien, aquellos cuyo horizonte temporal es especialmente largo, como los fondos de pensiones o las compañías de seguros. Junto a ellos, aparecerán operadores interesados en el arbitraje que permite la separación y reconstrucción de los valores. También es atractivo para inversores que, ante un calendario determinado de pagos futuros, desean cerrarlo con un flujo único y fijo (cash-flow matching). Este mercado también puede resultar interesante para inversores que buscan (o están legalmente obligados, como algunos fondos de inversión) valores a corto plazo, mediante la adquisición de valores-cupón con vencimiento próximo²⁷. De esta forma, se amplía indirectamente la demanda de los títulos originales a largo plazo hasta inversores a corto plazo.

Para el emisor, las ventajas de estos instrumentos son básicamente dos: la posible atracción hacia el mercado de deuda pública de inversores adicionales y la creación, por el propio mercado, de valores con una duración superior a la de los instrumentos originales. Esto último significa que, sin necesidad de recurrir a nuevos plazos de emisión (y, por tanto, sin incurrir en mayores costes de administración, e incluso de segmentación del mercado) se amplían los plazos disponibles. Por el

²⁶ Esta afirmación debe matizarse, porque, en el caso de bonos con rendimiento explícito, existe un riesgo específico de reinversión del cupón (ya que la tasa interna de rendimiento del bono implica que se mantenga la estructura temporal de tipos durante la vida del bono con rendimiento explícito).

²⁷ No obstante, en el caso español, este tipo de demanda no aparecería, porque las instituciones de inversión colectiva tienen un impuesto del 1%, mientras que la retención aplicada al cupón es del 25%.

contrario, aumentará el coste de administración del mercado secundario, pues el sistema de anotaciones en cuenta habrá de incluir un mayor número de registros.

Volviendo al mercado francés, inicialmente, el Tesoro permitió el stripping de los títulos a más largo plazo (el programa fue iniciado con una obligación a 30 años), aunque posteriormente ha incluido títulos con maduración residual bastante reducida (hasta 6 años). En enero de 1994, extendió esta operativa a un buen número de obligaciones denominadas en ecus. La situación es la que recoge el cuadro 10. Se puede señalar, como elementos adicionales, que la separación y reconstitución de las obligaciones designadas por el Tesoro solamente puede ser realizada por los creadores de mercado, y también que, desde junio de 1993, el valor facial de todos los cupones separados es de 5 francos (o de 1,25 ecus), independientemente del tipo de interés nominal de la obligación original. Con esta unificación, se trata de hacer posible la asimilación o fungibilidad entre los cupones que tengan el mismo vencimiento (procedente de obligaciones distintas), lo que permite la generación de valores con importes más elevados y, en definitiva, la mejora de la liquidez del mercado.

La gestión y el seguimiento de este mercado han sido delegados por el Tesoro francés a un comité integrado por representantes de la central de anotaciones de la bolsa (Sicovam) y de los creadores de mercado. La cotización de los valores resultantes se realiza en la Bolsa de París, pero la mayor parte de la negociación se realiza en el mercado descentralizado, interbancario, a través de los creadores de mercado, siguiendo las características del mercado secundario de los valores originales.

El procedimiento para llevar a cabo la separación es el siguiente. Un creador pide a la central que le sean separados los cupones y el principal de una obligación disponible en su cuenta de valores y que el Tesoro ha calificado previamente como separable: contablemente, el creador vende la obligación original y, simultáneamente, compra el número correspondiente de valores (los cupones restantes y el principal), siendo ambas operaciones de compraventa de importe idéntico, con lo que no se producen movimientos de efectivo. El importe unitario nominal de los

valores recibidos es de 2.000 francos (o de 500 ecus) para el valor principal y de 5 francos (ó 1,25 ecus) para los valores cupón. Finalmente, la separación es efectiva, siete días después de haber sido solicitada, frente al retardo de tres días que suele aplicarse en las transacciones habituales efectuadas a través de Sicovam.

CUADRO 10

SEPARACIÓN DE PRINCIPAL Y CUPONES (A 31 de Octubre de 1994) (*)

VALORES CALIFICADOS	SALDO VIVO (1)	VOLUMEN SEPARADO (2)	[(2)/(1)]*100
OAT 8,5 % 04-2003	94.119	3.102	3,3
OAT 6,75% 10-2003	99.103	1.276	1,3
OAT 8,5 % 10-2008	44.805	3.406	7,6
OAT 8,5 % 10-2019	61.328	42.627	69,5
OAT 8,5 % 04-2023	87.952	47.214	53,7
OAT 6 % 10-2025	28.384	2.005	7,1
OAT 5,5 % 04-2004	101.121	350	0,3
OAT 6,75% 10-2004	70.711	2.187	3,1
OAT ECU 9,5 % 04-2000	14.186	286	2,0
OAT ECU 8 % 04-2003	8.222	91	1,1
OAT ECU 6 % 04-2004	21.811	71	0,3
OAT ECU 8,25 % 04-2022	13.051	1.814	13,9
TOTAL	644.793	104.429	16,2

(*) Importes en millones de francos. El cambio franco/ecu aplicado es el correspondiente a esa fecha.

Fuente: DIRECTION DU TRÉSOR, MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE.

En resumen, se puede considerar que el mercado de strips es un área complementaria del mercado de deuda pública, que aumenta su liquidez y atractivo para buen número de inversores institucionales. Resulta interesante para los mercados nacionales de deuda pública, porque, con la inclusión de esta operativa, el mercado se dota automáticamente de bonos cupón cero y de una amplia gama de vencimientos: ambos elementos sin alterar (complicar) la política de emisión del Tesoro. Esta operativa es especialmente adecuada para mercados desarrollados, en los que los agentes -al menos, una parte importante de los mismos- realizan una gestión activa de su cartera (ajuste de su duración y convexidad). Sin embargo, las diferencias en el tratamiento fiscal entre títulos con rendimiento explícito o implícito constituyen una fuente de distorsiones en el funcionamiento del mercado, que tiende a estimular la demanda del principal y reducir la de los cupones: cuanto mayor sea la retención aplicada, más importante será este fenómeno. Por ello, en estas condiciones, la introducción del stripping exige cambios en el régimen fiscal, lo que constituye el principal obstáculo en todos los países donde se ha considerado la adopción de este tipo de operaciones.

5.5. LA CONTRIBUCIÓN DE MATIF SA

En el mercado de derivados sobre deuda pública, la autoridad supervisora del mismo es el "Conseil des Marchés à Terme", creado en 1985, formado por 17 miembros, 15 de los cuales son designados por las organizaciones profesionales implicadas en el mercado y 2 por el Ministerio de Economía. La sociedad que organiza y gestiona el funcionamiento de los mercados de futuros es la sociedad anónima "Marché à Terme International de France", MATIF SA. De forma análoga a MEFFSA, en España, la sociedad francesa está encargada de supervisar, controlar y gestionar las sucesivas fases de las operaciones. El capital de MATIF SA se divide en terceras partes entre la Société des Bourses Françaises (constituida por sociedades de valores), las entidades bancarias, y las instituciones financieras y las compañías de seguros. Por su parte, el mercado de

opciones (Marché des Options Negotiables de Paris, MONEP) es organizado por la Société de Compensation des Marchés Conditionnels.

Con objeto únicamente de dejar constancia de la importante contribución del mercado de productos derivados sobre el desarrollo del mercado de deuda, a continuación se hacen algunas referencias. Matif comenzó a funcionar en febrero de 1986. En enero de 1988, adoptó su nombre actual (sin cambiar sus siglas), pues hasta esa fecha se denominó "Marché à Terme d'Instruments Financiers". Esta anécdota refleja, no obstante, una de las directrices fundamentales que han impulsado su desarrollo: la internacionalización del mercado.

CUADRO 11

MATIF SA

NEGOCIACIÓN DE CONTRATOS SOBRE TIPOS DE INTERÉS

(En millones de contratos)		
	1992	1993
BONO NACIONAL	31,1	36,8
PIBOR A 3 MESES	6,4	11,9
ECU A LARGO PLAZO	1,4	0,9
OPCIÓN SOBRE BONO NACIONAL	10,0	11,6
OPCIÓN SOBRE PIBOR	2,7	4,8
OTROS	0,1	0,1
TOTAL	51,7	66,1

Fuentes: BANQUE DE FRANCE.

En la actualidad, los contratos disponibles en Matif cubren todos los plazos sobre tipos de interés (corto, medio y largo plazo), así como contratos de opciones relacionados con los anteriores, sobre índices bursátiles y otros. No obstante, como se puede observar en el cuadro 11, casi tres cuartas partes de la negociación se concentran en el contrato sobre tipos de interés a corto, medio y largo plazo.

Existe una notable unanimidad en considerar que el mercado de futuros francés ha significado un importante impulso para el mercado de deuda pública y, en general, para el sistema financiero francés. Algunos datos parecen confirmar esta interpretación: el contrato sobre el bono nacional a 10 años es el segundo contrato sobre tipos a largo plazo del mundo (véase cuadro 12), el contrato sobre tipos a corto plazo (PIBOR, a 3 meses) es el segundo contrato europeo de este tipo, y el contrato sobre el índice bursátil (CAC 40) es el primer contrato de la Unión Europea sobre índices de renta variable.

Es importante subrayar la contribución del contrato sobre el bono nacional a largo plazo, que resulta evidente si se compara la negociación del subyacente en el mercado secundario -que es más reducida que la correspondiente a otros mercados, como el alemán o el italiano-: con saldos de deuda pública mucho más elevados en Italia o en Alemania que en Francia, la negociación del contrato del bono nacional francés a 10 años triplica la del bono italiano e iguala la del bono alemán, aun sumando los volúmenes correspondientes a Liffe y a cada mercado nacional (véase cuadro 12). En estos términos, la situación de MEFF Renta Fija presenta una posición intermedia. Aunque la contratación del bono nacional español a 10 años es mucho más reducida que la del bono nacional francés, al mercado español de futuros se le pueden reconocer dos importantes logros, especialmente, con respecto a los mercados de futuros de Italia o Alemania: ha conseguido mantener en exclusiva la negociación del contrato del bono español -frente a Liffe- y por volumen de negociación se sitúa en una buena posición, en torno al quinto contrato del mundo.

La negociación se efectúa aún a través del sistema de corros -lo que contrasta con la contratación electrónica en MEFF Renta Fija-, aunque, fuera de las horas de mercado, la conexión con la red GLOBEX permite continuar la contratación a través de este sistema electrónico de interconexión de diversos mercados de futuros. El inicio de la sustitución

CUADRO 12

CONTRATOS SOBRE BONO NOCIONAL (Enero-Octubre, 1994, en miles de contratos)

CONTRATO	MERCADO	NEGOCIACIÓN
U.S. T-bond \$100.000	CBOT	85.728
10 yr French Gov. Bond Fr. 500.000	MATIF	44.461
German Bund Dm 250.000	LIPFE	32.816
German Bund Dm 250.000	DTB	12.577
10 yr Notional Bond Ptas 10 m.	MEFFRP	11.921
10 yr Japan Gov. Bond ¥ 100 m.	TSE	11.014
Italian Bond It 200.000.000	LIPFE	10.646
10 Yr Bond Lit 250 m.	MIF	3.341
PROMEMORIA		
Total Bono Ncional Alemán	LIPFE + DTB	45.393
Total Bono Ncional Italiano	LIPFE+MIF	13.987

Fuentes: FUTURES AND OPTIONS WORLD, DICIEMBRE, 1994.

del sistema de corros, sucesiva para los distintos contratos, está previsto para finales de 1995, cuando entre en funcionamiento la conexión entre Matif y el mercado de futuros alemán (Deutsche Terminbörse, DTB), tras el acuerdo alcanzado entre ambos mercados, que permitirá a Matif utilizar el sistema electrónico de DTB. Este acuerdo puede ser interpretado como una forma de colaboración destinada a hacer frente al mercado de futuros de Londres. El interés para cada mercado sería evidente: si la interconexión y homogeneización del funcionamiento de ambos mercados aumenta su atractivo para los operadores internacionales, el mercado alemán podría atraer parte de la negociación del contrato del Bund desde Liffe -que es el contrato más negociado en el mercado de futuros de Londres-, mientras que Matif podría reforzar su posición frente al mercado londinense.

BIBLIOGRAFÍA

- AFTALIAN, F. y PONCET, P. (1991), Les futures sur taux d'intérêt: le Matif, Presses Universitaires de France.
- BANQUE DE FRANCE (1994), Les interventions de la Banque de France sur le marché monétaire, Note d'Information, nº 97, Banque de France.
 - (1994), "Les marchés de produits dérivés en France", Bulletin de la Banque de France, febrero, Banque de France.
 - (1994), "L'organisation des séances d'adjudication des valeurs du Trésor par la Banque de France: le système Telsat", Bulletin de la Banque de France, Supplément Études, 4º Trimestre, Banque de France.
 - (1994), Rapport annuel 1993, Banque de France.
 - (1994), Le Système Saturne, Direction des Services de Titres, Banque de France, mimeo.
- CLERMONT-TONNERRE, A. de y LÉVY, M. (1992), Les obligations à Coupon Zéro, Economica.
- CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT (1994), "L'épargne stable et financement de l'investissement", Bulletin de la Banque de France, Supplément Études, 2º Trimestre, Banque de France.

- **CRÉDIT COMMERCIAL DE FRANCE** (1994), The French Franc Bond Market, mimeo.
- **ICARD, A.** (coord.) (1994), La place financière de Paris: Organisation et informations financières, Paris Europlace.
- **KROON, E. y LANGER HORST, G.** (1993), The new Dutch Strips market, ABN AMROBANK.
- **LAPASSE, P. de** (1994), "Le nouveau régime juridique des opérations de pension", Bulletin de la Banque de France, julio, Banque de France.
- **LIVINGSTON, M. y WRIGHT GREGORY, D.** (1989), The Stripping of U.S. Treasury Securities, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions.
- **MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE** (1994), Les Valeurs du Trésor. Rapport annuel 1993, Ministère de l'Économie.
 - (1994), Les Valeurs du Trésor, Ministère de l'Économie, Bulletin mensuel, n° 54, novembre.
- **PATAT, J.**, (1994), "La détention des titres de la dette publique par les non-résidents", Cahiers économiques et monétaires, n° 43, Banque de France.
- **VILLEROY DE GALNAU, F.** (1994), "Le Trésor français et les émissions en ecus", ECU n° 29.

DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 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 Bover 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 desagregaciones sectoriales. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9415 **M.ª de los Llanos Matea y Ana Valentina 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? (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9423 **Gabriel Quirós:** El mercado italiano de deuda pública.
- 9424 **Isabel Argimón, José Manuel González-Páramo y José María Roldán:** Inversión privada, gasto público y efecto expulsión: evidencia para el caso español.
- 9425 **Charles Goodhart and José Viñals:** Strategy and tactics of monetary policy: Examples from Europe and the Antipodes.
- 9426 **Carinen Melcón:** Estrategias de política monetaria basadas en el seguimiento directo de objetivos de inflación. Las experiencias de Nueva Zelanda, Canadá, Reino Unido y Suecia.
- 9427 **Olympia Bover and Manuel Arellano:** Female labour force participation in the 1980s: the case of Spain.
- 9428 **Juan María Peñalosa:** The Spanish catching-up process: General determinants and contribution of the manufacturing industry.
- 9429 **Susana Núñez:** Perspectivas de los sistemas de pagos: una reflexión crítica.
- 9430 **José Viñals:** ¿Es posible la convergencia en España?: En busca del tiempo perdido.

- 9501 **Jorge Blázquez y Miguel Sebastián:** Capital público y restricción presupuestaria gubernamental.
- 9502 **Ana Buisán:** Principales determinantes de los ingresos por turismo.
- 9503 **Ana Buisán y Esther Gordo:** La protección nominal como factor determinante de las importaciones de bienes.
- 9504 **Ricardo Mestre:** A macroeconomic evaluation of the Spanish monetary policy transmission mechanism.
- 9505 **Fernando Restoy and Ana Revenga:** Optimal exchange rate flexibility in an economy with intersectoral rigidities and nontraded goods.
- 9506 **Ángel Estrada y Javier Vallés:** Inversión y costes financieros: evidencia en España con datos de panel. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9507 **Francisco Alonso:** La modelización de la volatilidad del mercado bursátil español.
- 9508 **Francisco Alonso y Fernando Restoy:** La remuneración de la volatilidad en el mercado español de renta variable.
- 9509 **Fernando C. Ballabriga, Miguel Sebastián y Javier Vallés:** España en Europa: asimetrías reales y nominales.
- 9510 **Juan Carlos Casado, Juan Alberto Campoy y Carlos Chuliá:** La regulación financiera española desde la adhesión a la Unión Europea.
- 9511 **Juan Luis Díaz del Hoyo y A. Javier Prado Donúñez:** Los FRAs como guías de las expectativas del mercado sobre tipos de interés.
- 9512 **José M.ª Sánchez Sáez y Teresa Sastre de Miguel:** ¿Es el tamaño un factor explicativo de las diferencias entre entidades bancarias?
- 9513 **Juan Ayuso y Soledad Núñez:** ¿Desestabilizan los activos derivados el mercado al contado?: La experiencia española en el mercado de deuda pública.
- 9514 **M.ª Cruz Manzano Frías y M.ª Teresa Sastre de Miguel:** Factores relevantes en la determinación del margen de explotación de bancos y cajas de ahorros.
- 9515 **Fernando Restoy and Philippe Weil:** Approximate equilibrium asset prices.
- 9516 **Gabriel Quirós:** El mercado francés de deuda pública.

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