

MERCADOS FINANCIEROS ALEMANES

Gabriel Quirós

MERCADOS FINANCIEROS ALEMANES

Gabriel Quirós (*)

(*) Deseo agradecer el apoyo e impulso dados por Gonzalo Gil a la realización de este y otros trabajos anteriores y, en concreto, a la serie de estudios sobre mercados de deuda pública que concluye con el presente. Por otra parte, la elaboración de este documento también se ha visto beneficiada por mi visita al Bundesbank y por la ayuda que allí he recibido: en especial, de E. Gladisch, W. Lampe, W. Stock y W. Wittkopf. También doy las gracias a J. Aríztegui y R. Santos por sus comentarios y a J. Esteban, P. García, I. Iglesias y A. Jorreto por su colaboración en la edición. Por supuesto, los errores, omisiones y opiniones son responsabilidad exclusiva del autor.

Banco de España - Servicio de Estudios
Documento de Trabajo nº 9528

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.

ISSN: 0213-2710

ISBN: 84-7793-433-9

Depósito legal: M-38744-1995

Imprenta del Banco de España

R E S U M E N

En la primera parte, se analizan los rasgos básicos de los flujos financieros de la economía alemana. Entre las conclusiones obtenidas, se puede destacar que la política presupuestaria ha sido, en los últimos años, menos laxa que la de otros países europeos (a pesar del enorme impacto que ha supuesto la reunificación del país), así como el elevado nivel y estabilidad del ahorro de las familias, lo que contrasta con el caso español. Un aspecto de especial importancia es el del tratamiento fiscal del rendimiento de los activos financieros, pues afecta directamente a los tipos de interés observados: esta fiscalidad es muy baja, especialmente, si se compara con el caso español. De ahí que se termine sosteniendo en este trabajo que el diferencial entre España y Alemania incluye un componente o prima fiscal.

En la segunda parte del trabajo, se abordan las características generales del mercado de valores. La conclusión global más importante es que los mercados financieros son, fundamentalmente, de financiación a largo plazo, con un escaso desarrollo del mercado monetario, a lo que ha contribuido la estrategia del Bundesbank de proteger la estabilidad de la demanda de dinero. En el mercado de deuda pública, destacan la variedad de los instrumentos utilizados y la subsistencia de técnicas de emisión ya desaparecidas en otros mercados nacionales. No obstante, la menor evolución de este mercado no parece tener repercusiones significativas, debido a la solidez de la demanda, procedente tanto del ahorro interno como de agentes no residentes. En cambio, sí es posible detectar una deslocalización importante de su liquidez. Este y otros aspectos procedentes de distintos ámbitos de los mercados financieros han terminado impulsando estrategias de localización en el exterior de ciertas áreas de los departamentos de capitales de los grandes bancos alemanes.

Í N D I C E

- 1. INTRODUCCIÓN Y RESUMEN**
- 2. RASGOS FINANCIEROS BÁSICOS**
 - 2.1. La reunificación y el sector público.
 - 2.2. Evolución de algunos rasgos macroeconómicos.
 - 2.3. Flujos financieros. El ahorro de las familias.
 - 2.4. Fiscalidad sobre los rendimientos financieros y sus consecuencias.
- 3. LOS MERCADOS ALEMANES DE VALORES**
 - 3.1. El mercado monetario y el Bundesbank.
 - 3.2. El mercado de bonos.
- 4. EL MERCADO PRIMARIO DE DEUDA PÚBLICA**
 - 4.1. Instrumentos emitidos por el Gobierno Federal.
 - 4.2. Procedimientos de emisión.
- 5. EL MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA PÚBLICA**
 - 5.1. El mercado OTC.
 - 5.2. La actuación del Bundesbank en el mercado secundario.
- 6. LOS MERCADOS BURSÁTILES**
 - 6.1. La Deustch Börse AG
 - 6.2. El mercado bursátil al contado.
 - 6.3. DTB y la competencia de Liffe.
 - 6.4. Central de anotaciones y liquidación de las operaciones.

1. INTRODUCCIÓN Y RESUMEN

Este trabajo corresponde al cuarto y último de una serie sobre los mercados de deuda pública más importantes de Europa: cronológicamente, Reino Unido, Italia, Francia y, ahora, Alemania.

En esta ocasión, se ha adoptado una perspectiva más amplia, tratando de abarcar no solo la organización y funcionamiento del mercado de deuda pública, sino también la de los mercados más directamente relacionados con el mismo, por varias razones. En primer lugar, el mercado oficial de deuda pública es el mercado bursátil; además, el Bundesbank lleva a cabo una intervención diaria muy activa en este último, a cargo del Gobierno Federal y otros organismos públicos; también el sistema de anotaciones en cuenta y de liquidación de las operaciones con valores es propiedad de la sociedad-holding de capital privado que rige los mercados bursátiles. Por todo ello, la organización y funcionamiento del mercado (oficial) de deuda pública no puede entenderse, si no es en el marco de las bolsas de valores.

El segundo tipo de razones que han aconsejado ampliar la visión del mercado de deuda pública está relacionado con el mercado monetario y, más concretamente, con la posición que el banco central mantiene sobre su desarrollo, justificada por razones de defensa de la estrategia de control monetario basada en cantidades. El alto grado de regulación que el Bundesbank ha tendido a ejercer sobre el mercado monetario tiene efectos importantes en el funcionamiento del mercado de deuda pública: incluso, se puede considerar que ha sido una de las razones más importantes que han impulsado la deslocalización de parte de su liquidez fuera del mercado alemán.

En tercer lugar, consideraciones más generales, procedentes de la posición central que los mercados financieros alemanes tienen en el mercado único europeo, han llevado a intentar introducir los aspectos más importantes de los mismos.

No obstante lo anterior, el esquema básico sobre el que se estructura el trabajo es similar al de los documentos que le anteceden. En el capítulo 2, se plantean los rasgos financieros y macroeconómicos más

importantes de la economía alemana. Para ello, se parte del choque monetario y financiero que ha supuesto la reunificación de las dos Alemanias y se recuerda que las consecuencias más importantes han sido que la tasa de inflación se triplicó en solo cuatro años y que el saldo de la balanza por cuenta corriente pasó de ser el más superavitario de los países de la OCDE en el período anterior - incluyendo Japón- a registrar un déficit que se ha estancado en torno al 1,1% del PIB. En cambio, se rechaza la idea de que también haya implicado un aumento del endeudamiento del sector público especialmente intenso, si se compara con el de otros países europeos en el mismo período (lo que, por cierto, dice bastante poco de la política presupuestaria seguida en estos últimos).

El deterioro registrado en la estabilidad monetaria interna no se manifestó, sin embargo, en una pérdida del valor externo del marco. Y a ello debió de contribuir, particularmente, la propia brusquedad y anticipación con que reaccionó la política monetaria: entre 1987 y 1991 el tipo de la subasta de repos pasó del 3,25% al 9,90% (coincidiendo con la magnitud del salto de la tasa de inflación), permitiendo consolidar la credibilidad de la misma y favoreciendo la percepción de "transitoriedad" de los desequilibrios fundamentales. En consecuencia, los tipos de interés nominales a largo plazo tendieron a reajustarse a la baja con relativa rapidez, lo que volvió a situar los tipos reales por debajo de la mayoría de los países europeos.

A continuación, se plantea la caracterización del mercado interno de fondos prestables y se identifica un elevado y estable nivel de ahorro de las familias. Siguiendo, igualmente, el esquema de otros trabajos, se introduce la fiscalidad de los rendimientos financieros.

En este último aspecto, la conclusión es particularmente nítida: la oferta de fondos prestables es estimulada por la política fiscal. Como ejemplo que ilustra esta conclusión se puede considerar, grosso modo, que una familia de tres hijos puede tener completamente exentos de tributación los rendimientos generados por activos financieros por valor próximo a 30 millones de pesetas. A pesar de

ello, la introducción de una retención del 30% en enero de 1993 ha provocado un intenso reajuste y deslocalización de las carteras del público, que ha tenido efectos en la mayor parte de las áreas del mercado financiero alemán.

La comparación del tratamiento fiscal del ahorro entre Alemania y otros países da resultados heterogéneos. En el caso de España, es preocupante: las diferencias son tales que es posible argumentar que el diferencial de tipos de interés entre ambos países incluye un componente o prima fiscal. Esto implicaría que el nivel del diferencial (su dinámica no es afectada) es superior al que es coherente con las consideraciones habituales sobre las expectativas e incertidumbre relativas al tipo de cambio o el diferencial de inflación (o incluso, sobre el riesgo de crédito).

El capítulo 3 se dedica a los mercados de valores, distinguiendo entre emitidos a corto plazo y largo plazo. Este planteamiento obedece a la ya señalada posición del Bundesbank sobre los primeros y, en general, sobre el desarrollo del mercado monetario. Esto se materializa de diversas formas: práctica ausencia de emisiones del sector público a corto plazo, escasa expansión de los fondos de inversión en el mercado monetario, inclusión en el coeficiente de caja de las cesiones temporales del sistema bancario, etc.

La actitud del banco central alemán a este respecto contrasta con la liberalidad que ha aplicado a los movimientos de capitales (justificada, sin duda, por la confianza en la estabilidad del marco). Se argumenta, en esta parte del trabajo, que se está ante una asimetría reguladora que podría erosionar el esquema de control monetario basado en cantidades: la deslocalización de activos que facilita la libertad de movimientos de capitales está impulsada, no solo por razones fiscales, sino también por el escaso desarrollo del mercado monetario; por ello, a mayor restricción sobre este último, mayor deslocalización y, por tanto, mayor probabilidad de deterioro en la estabilidad de la demanda de dinero.

Por lo que respecta al mercado de bonos, la característica más

sobresaliente es la magnitud parecida de los saldos de bonos públicos y bancarios. Esto refleja la posición central que el sistema bancario alemán tiene en el mercado financiero, a lo que contribuye el mecanismo de titulación de los créditos bancarios, utilizado con intensidad tanto en el crédito hipotecario como en el concedido a las administraciones públicas.

El capítulo 4 se centra en el mercado primario de deuda pública. Como conclusiones más importantes, se pueden señalar su considerable complejidad y su escasa evolución. Esto es destacable a la vista de los cambios que otros mercados nacionales han experimentado en los últimos años: posiblemente, esa situación se puede mantener y es el resultado de la enorme oferta de fondos que tanto residentes como no residentes (entre los que se incluyen los bancos centrales europeos) canalizan hacia el mismo, así como a la estabilidad del marco. Entre los elementos destacables se encuentran los siguientes. El conocido "bund" (bono con cupón fijo, emitido a plazos entre 8 y 12 años, aunque también hay referencias a 30 años) representa la mitad del saldo de valores emitidos por el Gobierno Federal. Por otro lado, se encuentran instrumentos no negociables reservados para las personas físicas, exclusivamente, en una proporción significativa. No existe calendario anual de emisiones; solo se realizan comunicados de prensa trimestrales sobre las emisiones del "bund" y de algún otro instrumento.

En cuanto a los procedimientos de emisión, destaca la escasa importancia de la subasta frente a la oferta pública de suscripción, abierta durante períodos prolongados (por ejemplo, tres o cuatro semanas), además de la conocida sindicación.

Un rasgo especialmente importante es la preponderancia que el Bundesbank tiene en el diseño de política de deuda pública. Como dato significativo se puede señalar que no existe la figura del Tesoro. La posición decisiva que el banco central mantiene en la organización del mercado de deuda se refuerza por la forma en que desarrolla su función de banco agente del gobierno.

En el capítulo 5, se aborda esto último, que se pone de manifiesto en que el Bundesbank lleva a cabo una intervención diaria muy activa en el mercado secundario, con una triple finalidad. En primer lugar, influir en la formación de precios, en concreto en el "fixing" diario del precio de los valores emitidos por el gobierno. En segundo lugar, satisfacer las necesidades de tesorería del gobierno mediante la venta de valores de la autocartera de este último o emplear excedentes de tesorería mediante la recompra de valores en circulación (que amplían la autocartera). En tercer lugar, desarrollar el procedimiento de emisión que se ha denominado oferta pública de suscripción de valores, ya sea en el mercado bursátil, o a través de sus sucursales (en este último caso, en relación sobre todo, con los valores no negociables dirigidos a las personas físicas). Ahora bien, toda esta intervención del banco central es siempre como agente gestor de la autocartera y de la tesorería del propio gobierno, con lo que no se contravienen las directrices del Tratado de Maastricht.

También en el capítulo 5, correspondiente al mercado secundario de deuda pública, se expone el funcionamiento del mercado no oficial (OTC) que es, realmente, el mercado donde se concentra la negociación: según medios no oficiales, en un 90%. Asimismo, se discuten los factores que han impulsado su deslocalización y se compara con la situación, a este respecto, de Francia, Italia y España.

Finalmente, en el capítulo 6, se describe la organización de los mercados bursátiles, lo que permite concretar algunos aspectos del funcionamiento del mercado oficial de deuda pública. Se dedica un epígrafe a la competencia abierta entre el mercado alemán de futuros y opciones y Liffe, y se vuelve a adoptar una perspectiva comparada, al traer los casos de los mercados de derivados en los países mencionados anteriormente. Por último, se introduce el sistema de anotaciones en cuenta y se señalan sus acusadas diferencias con los correspondientes a los países citados. Como rasgo trascendente se encuentra su carácter completamente privado, del que se derivan numerosas repercusiones, entre las que se incluye la unificación de los sistemas de anotaciones de valores públicos y privados, lo que

facilita la toma de papel privado en las operaciones de regulación monetaria por el Bundesbank.

2. RASGOS FINANCIEROS BÁSICOS

2.1. La reunificación y el sector público

El sistema financiero y la economía alemanes han estado determinados, en los últimos años, por el proceso de la reunificación. El impacto expansivo del mismo sobre las condiciones económicas, monetarias, financieras y fiscales de Alemania ha sido enorme. Sus efectos son consecuencia de la envergadura del fenómeno y de la forma en que se ha financiado: un choque expansivo sobre la oferta monetaria, en el primer momento⁽¹⁾, una considerable elevación de la presión fiscal⁽²⁾ y un aumento rápido del endeudamiento del sector público. Los resultados finales (una parte de los mismos ya corregida) se reflejaron en dos variables fundamentales, presiones inflacionistas y desequilibrio de la balanza de pagos: la tasa de crecimiento del IPC se aceleró y el saldo de la balanza por cuenta corriente comenzó a registrar déficits, invirtiéndose un rasgo estructural de la economía alemana.

Algunos datos que ilustran la envergadura del fenómeno de la reunificación son los siguientes. El importe total estimado por el banco central alemán (Bundesbank, 1993) para el período 1990/94 de las transferencias de las administraciones públicas (gobierno central, estados federales y ayuntamientos) a la Alemania del Este ha sido de

(1) La decisión política de establecer la paridad uno a uno entre el marco del oeste y del este tuvo su reflejo en una pérdida transitoria del control del objetivo intermedio de la política monetaria alemana, el agregado M3: este elevó en casi dos puntos su proporción en el PIB de la Alemania unificada, respecto del correspondiente a la República Federal Alemana.

(2) Se han incrementado al alza la mayor parte de los impuestos: renta de las personas físicas, contribuciones a la seguridad social, impuestos especiales, sobre el patrimonio. Algunos especialistas argumentan que la alternativa de elevar aún más la presión fiscal hubiera tenido como consecuencia la extensión de la economía sumergida, lo que podría haber tenido efectos contrarios a los perseguidos, al haberse producido mayor ocultación de rentas (Mayer, 1994).

unos 600 mm de marcos, lo que representa el 65% del endeudamiento acumulado de las administraciones públicas alemanas en el año inmediatamente anterior a la reunificación (1989), y unas seis veces la cuantía inicialmente prevista. A ello hay que añadir transferencias procedentes de otros organismos públicos, como la Seguridad Social, la Red de Ferrocarriles Federales o Correos, sobre las que se afirma su importancia, pero no se dispone de datos concretos.

Además, hay que sumar el coste incurrido en el reflotamiento y posterior privatización del sector público empresarial de la antigua Alemania del Este, no incluido en las cifras anteriores.

La reconstrucción del sector empresarial de la economía planificada fue encomendada y concentrada en un ente público creado expresamente para ello: la Agencia Treuhand, que se convirtió en un holding formado por las más diversas empresas, procedentes de todos los sectores económicos⁽³⁾. Este holding público, creado en marzo de 1990, incorporó como activos las empresas públicas del Este, con la finalidad, primero, de sanearlas y, posteriormente, privatizarlas tan pronto como se juzgara que estaban en condiciones de desarrollar su actividad en el marco inédito de la economía de mercado. Inicialmente, se esperaba que la Agencia Treuhand tendiera a autofinanciarse: los costes del saneamiento de las empresas incorporadas en el holding habrían de ser sufragados con los ingresos procedentes por la venta de las mismas al sector privado. También se esperaba que la tarea se completara en unos cuatro años, por lo que, al final de 1994, se habría de disolver, y el balance de su gestión se habría de incorporar a las cuentas públicas, como así se ha hecho. Sin embargo, de nuevo, las proyecciones realizadas resultaron erróneas: al cierre de 1994, la Agencia ha acumulado unos pasivos netos por valor de 230 mm de marcos.

En definitiva, el gasto público total generado por la reunificación

(3) En junio de 1990, la Treuhanddenstolt incorporó 8.000 empresas industriales, 20.000 "pequeños negocios", 40% de la tierra de la Alemania del Este y unos cuatro millones de trabajadores. Hacia finales de 1993, se había privatizado la mayor parte de esta masa de empresas.

entre 1990 y 1994 se ha situado en un orden de magnitud de 830 mm de marcos, lo que representa en torno al 90% del endeudamiento histórico de las administraciones públicas en el año anterior a la reunificación.

Por otra parte, la creación de instituciones específicas para la canalización de dichos fondos ha complicado la estructura del sector público en estos años y se ha dado una proliferación de emisores públicos, técnica o jurídicamente independientes, algunos de ellos de gran importancia: German Unity Fund, Agencia Treuhand, Debt-Processing Fund, East German Public Housing Sector, etc. De esta forma, se ha ampliado el ya de por sí complicado mercado alemán de deuda pública, tanto en lo que se refiere a los emisores públicos como a la heterogeneidad y variedad de instrumentos utilizados. A partir de 1995, se ha reducido esta dispersión, puesto que las dos cuentas extrapresupuestarias más importantes (el Debt-Processing Fund y la Agencia Treuhand) se han refundido en una sola, denominada "Redemption Fund for Inherited Liabilities", que ha sido incluida dentro del presupuesto de la República Federal. También se ha creado en 1995 el Railway Fund, con el objeto de asumir los pasivos de los ferrocarriles del Este y del Oeste, y como paso previo a su privatización.

La integración de esas dos partidas extrapresupuestarias ha acarreado el reconocimiento por la República Federal de un aumento de sus pasivos financieros de 307 mm de marcos, que explican la mayor del salto registrado en el endeudamiento de las administraciones públicas alemanas entre 1994 y 1995, estimado en unos ocho puntos porcentuales en relación con el PIB, desde el 53 % al 61%, aproximadamente. De esto se deriva, por otra parte, que, con anterioridad a 1995, la evolución de las cuentas financieras públicas alemanas está sometida a distorsiones meramente contables, que impiden evaluar la situación financiera del sector público, salvo que

se agreguen todas las partidas creadas en los últimos años⁽⁴⁾.

2.2. Evolución de algunos rasgos macroeconómicos

A pesar de la extraordinaria expansión del endeudamiento del sector público que se ha descrito, no sería correcto concluir que la política fiscal alemana ha sido, en los últimos años, particularmente laxa, por dos razones. En primer lugar, se ha registrado un considerable incremento de la presión fiscal que se ha concentrado sobre los agentes económicos de la Alemania del Oeste; por ejemplo, desde enero de 1995, está vigente un recargo en el impuesto sobre la renta (denominado "solidarity surcharge") que implica una elevación del 7,5% de la escala de los impuestos correspondientes a personas físicas y empresas; al mismo tiempo, se ha vuelto a elevar la contribución a la seguridad social y el impuesto sobre el patrimonio. Por tanto, la reunificación ha implicado, fundamentalmente, una transferencia inmensa de recursos financieros del Oeste al Este (algunas estimaciones la sitúan en una magnitud anual del 4% al 5% del PIB), cuyo coste se ha afrontado mediante un aumento de la presión fiscal y del endeudamiento del sector público: posiblemente, se puede considerar que el resultado agregado -en el período 1990 a 1994- esconde dos políticas fiscales, identificables geográficamente, una considerablemente restrictiva y otra enormemente expansiva.

La segunda razón por la que es necesario matizar las afirmaciones habituales que aseguran la laxitud de la política fiscal alemana se encuentra en la comparación internacional. Dada la singularidad del fenómeno de la reunificación, habría que esperar su reflejo en la

(4) Se ha realizado un plan especial de amortización de los pasivos del Redemption Fund for Inherited Liabilities. Consiste en lo siguiente: el presupuesto del Gobierno Federal dedicará anualmente una suma correspondiente al 7,5% del saldo a fin de año de la deuda del fondo, para su cancelación; además, se dedicarán a este fin los beneficios anuales del Bundesbank que excedan de 7 mm de marcos (como comparación se puede señalar que en 1993 y 1994 fueron de 11 mm y 18 mm, respectivamente). Se estima que la amortización total de la deuda asumida por la República Federal a través de este fondo, aun dependiendo de la evolución de la carga financiera y de los beneficios del Bundesbank, se sitúa en un horizonte de unos 20 años.

comparación con otros países. Sin embargo, en el período 1989/95, el aumento del endeudamiento del sector público alemán se estima en unos 18 puntos porcentuales del PIB (del 43% al 61%, aproximadamente), similar al de Francia y Reino Unido e inferior a España (20 puntos). Esto confirma, por cierto, la gravedad de los desequilibrios a los que ha dado lugar la política presupuestaria en estos últimos países (véase gráfico 1).

Las consecuencias macroeconómicas más relevantes de la unificación de las dos Alemanias se encuentran en dos variables fundamentales: la tasa de inflación y el saldo de la balanza por cuenta corriente.

El salto inflacionista, complicado por la coincidencia de la unificación con la fase expansiva del ciclo económico, se puede resumir en los siguientes datos: entre 1988 y 1992, la tasa de crecimiento del IPC se triplicó, desde el 1,3% al 4%; y la media del IPC de los cinco primeros años de la unificación se ha elevado a 3,5%, frente a 1,3% en los cinco anteriores (1985 a 1989). La gravedad de las presiones inflacionistas es aún más evidente si se atiende al diferencial con otros países. Desde 1991, el crecimiento del IPC es mayor en Alemania que en Francia (por primera vez en las últimas décadas) y que en Estados Unidos (de forma poco usual). Incluso con España, el diferencial llegó a ser desfavorable para Alemania a principios de 1993.

La otra variable que refleja el deterioro de los fundamentos macroeconómicos alemanes es la del saldo de la balanza por cuenta corriente. Tradicionalmente superavitario (con una media del 4,1% respecto del PIB entre 1985 y 1989), desde 1991 ha registrado déficit anuales en torno al 1,1% del PIB. Esta situación de la balanza de pagos en los últimos años resulta especialmente significativa puesto que se ha mantenido, incluso, en 1993, año en el que la economía alemana -como la mayor parte de las europeas- sufrió una importante recesión que hizo caer el crecimiento del PIB y de la demanda interna a valores próximos al -1,1%.

La permanencia del signo negativo del saldo por cuenta corriente ha sido objeto de considerable atención en estos años. Entre los factores

que lo han impulsado, parece necesario destacar dos. En primer lugar, las propias disparidades en la evolución macroeconómica de las dos Alemanias: por ejemplo, la intensidad del crecimiento de la demanda interna en la Alemania del Este ha implicado un déficit de su balanza comercial de 199 mm y 211 mm de marcos en 1993 y 1994, respectivamente⁽⁵⁾. De esta forma, el superávit comercial de la Alemania del Oeste, de 192 mm de marcos en 1994, se ve reducido a 74 mm de marcos cuando se integran ambas zonas. Estas cifras cobran significado cuando se comparan con los 33 mm de marcos de déficit por cuenta corriente para el conjunto de Alemania en el mismo año.

Junto a la intensidad de la absorción de recursos financieros y reales de la Alemania del Este, el segundo factor que está manteniendo la brecha de la balanza por cuenta corriente podría encontrarse en una pérdida de competitividad por la evolución de los precios alemanes: medido por los precios al consumo, el índice de cambio efectivo real del marco se ha apreciado, en el periodo 1989/94, un 9% frente a los países desarrollados y un 4% frente al "SME-Banda Estrecha Original". A su vez, esto es resultado de una apreciación similar del índice del tipo de cambio efectivo nominal del marco frente a los países desarrollados y su mantenimiento frente al "SME-Banda Estrecha Original" (en este caso, por tanto, señalando una evolución desfavorable del diferencial de inflación).

El deterioro relativo de los fundamentos económicos de Alemania mostrado por el diferencial de inflación y la permanencia de los déficit por cuenta corriente no ha afectado negativamente a la fortaleza del marco alemán. Con cierta perspectiva temporal, y teniendo en cuenta algunos argumentos desarrollados más arriba, se podrían aducir tres elementos explicativos que, por orden de importancia, serían: la credibilidad de la política monetaria, la aceptación por los agentes económicos de la "transitoriedad" de los desequilibrios originados en la reunificación y -algo posiblemente conflictivo para su aceptación-

(5) Las cifras de las balanzas de bienes y servicios de las dos Alemanias incluyen, como parte integrante del Resto del Mundo, la "otra zona" de la Alemania unificada (véase, Bundesbank, 1994, Annual Report).

la menor laxitud de la política presupuestaria alemana frente a la mayoría de los países desarrollados -que se ha tratado de señalar anteriormente-.

El mantenimiento de la confianza en el marco se ha debido, en efecto, en primer lugar, a que la estabilidad monetaria ha sido en las últimas décadas un principio profundamente asumido por los diferentes grupos sociales. En segundo lugar, a que la respuesta de la política monetaria fue contundente: en un movimiento sin parangón en los últimos años en los países industrializados, los tipos oficiales de intervención del Bundesbank se triplicaron, aproximadamente, entre 1987 y 1991, llevando el correspondiente a la subasta de repos desde el 3,25% al 9,90%. A la vista de los resultados posteriores, no parece arriesgado afirmar que la brusquedad y la anticipación del cambio de la política monetaria alemana consiguieron plenamente su objetivo: contrarrestar la pérdida de credibilidad que la "política de la reunificación" implicaba sobre la estabilidad monetaria interna y externa, y reafirmar, a pesar de los fundamentos macroeconómicos alemanes de esos años, la posición privilegiada del marco alemán en el SME.

En cuanto a la aceptación de la transitoriedad de los desequilibrios, se ha confirmado, en algunos aspectos -en especial, en las presiones inflacionistas-, que se han ido acercando paulatinamente al objetivo a medio plazo del Bundesbank: 2%. En cambio, el desequilibrio de la balanza por cuenta corriente tenderá a mantenerse en el horizonte próximo como consecuencia, por una parte, de la evolución pasada del tipo de cambio real, y, por otra, del mantenimiento de la absorción de recursos financieros y reales de la Alemania del Este. En este sentido, la velocidad del ajuste dependerá de la vuelta a un diferencial de inflación favorable y de la normalización de las condiciones económicas en el Este.

El comportamiento descrito en las variables fundamentales y la percepción que del mismo han realizado los agentes económicos se han reflejado en la evolución de los tipos de interés a largo plazo en los mercados financieros.

Entre 1988 y 1990, los tipos a largo plazo (medidos por la rentabilidad media anual de la deuda a 10 años) se elevaron 2,4 puntos porcentuales (de 6,5% a 8,9%) como consecuencia del fuerte crecimiento de las necesidades financieras (procedentes tanto del intenso crecimiento de la demanda interna como de las políticas desarrolladas en el marco de la reunificación y de la situación en EEUU, sobre todo). Esta elevación fue anulada en el período siguiente (1990 a 1994), lo que se podría interpretar como una confirmación de que los inversores cuestionaron la importancia relativa de los desequilibrios alemanes (comparados con los de otros países europeos); pero también fue el resultado del movimiento descendente generalizado de tipos que ha caracterizado la mayor parte de ese período.

La situación descrita atrajo a los inversores internacionales, especialmente norteamericanos -impulsados, además, por la anticipación del movimiento alcista de los precios de la deuda estadounidense que iban permitiendo la realización de beneficios, pero también reduciendo progresivamente las posibilidades de ganancias de capital ulteriores-. El flujo inversor indica bastante aproximadamente la evolución de la situación de los mercados financieros en ambos países: el 77% de los valores de renta fija, públicos y privados, adquiridos por los no residentes entre 1990 y 1994, corresponde a 1992 y 1993. La demanda externa de valores alemanes supuso una afluencia extraordinaria de recursos financieros (en 1993, los no residentes compraron el 53% de las emisiones brutas de títulos alemanes), que empujó a los tipos de interés a largo plazo a la baja.

Un último factor en relación con la demanda externa de valores alemanes que se debe recordar consiste en la tendencia de los bancos centrales europeos a elevar la participación del marco en la composición por monedas de sus reservas de divisas, como consecuencia de que la mayor parte de las intervenciones cambiarias se realiza con marcos: los beneficios para el marco provenientes del conocido funcionamiento asimétrico del SME se han materializado en la demanda de activos alemanes por parte de los propios bancos

centrales europeos. A partir de las estadísticas publicadas por el FMI, se puede calcular que, entre 1987 y 1993, el 19 % del aumento de las reservas oficiales mundiales se materializó en marcos, lo que representaría unos 110 mm de marcos a precios de 1993.

En los gráficos 2 a 6, se representa la evolución de algunas de las variables que se han ido comentando. En especial, ilustran sobre la posición privilegiada del marco en el contexto europeo, por comparación entre Estados Unidos y Francia. En el gráfico 2, se observa cómo la caída del diferencial de inflación entre Estados Unidos y Alemania ha tendido a acercar con claridad el diferencial de tipos de interés, de forma que los tipos reales (gráfico 6) han tendido a igualarse. Por el contrario, la relación entre Francia y Alemania (gráfico 3) es la contraria: con un diferencial de inflación muy favorable a la economía francesa y un comportamiento del tipo de cambio franco/marco que cabe calificar de opuesto al US\$/marco (por su estabilidad), sus tipos nominales no consiguen situarse por debajo de los alemanes. El resultado tiene un coste elevado: un diferencial medio de tipos reales en los últimos años cercano a dos puntos porcentuales.

2.3. Flujos financieros. El ahorro de las familias

La economía alemana ha tendido a generar históricamente excedentes financieros⁽⁶⁾. Es más: en los cinco años anteriores a la unificación, registró los mayores superávits de la balanza por cuenta corriente de los países de la OCDE, con una media del 4,1% respecto del PIB (Japón se situó claramente por debajo, con una media del 3,2%). Se trata, por tanto, de una economía en la que la absorción neta de bienes y servicios por los agentes ha tendido a ser muy inferior al valor añadido que han generado.

En consecuencia, el elevado nivel de ahorro de la economía en su

(6) Esta tendencia solo ha sufrido rupturas en los períodos correspondientes a las "crisis del petróleo" y, desde 1991, a raíz del proceso de la reunificación.

conjunto ha implicado un exceso de la oferta de fondos prestables sobre la demanda, que justifica que los tipos de interés reales se hayan mantenido tradicionalmente entre los más bajos del mundo. La ruptura que ha supuesto la reunificación ha invertido el saldo de la balanza por cuenta corriente, con un déficit medio anual del 1,1% en el periodo 1991/94, señalando el vuelco que se ha producido en el mercado de fondos prestables: evaluable, por tanto, en 5,2 puntos porcentuales del PIB (si se relaciona con el superávit de la balanza por cuenta corriente en el período anterior).

Este enorme cambio en las condiciones del mercado de capitales en Alemania no implicó el correspondiente salto en los tipos de interés reales, debido a que las condiciones macroeconómicas discutidas anteriormente y la integración financiera internacional han impulsado un extraordinario flujo de capitales: en 1992 y 1993, la inversión neta exterior de cartera se acercó al 5,8% del PIB, con lo que se tendió a reconstituir la situación de holgura financiera de los mercados de capitales, característica de los años anteriores a la reunificación.

Como era de esperar, la base de la oferta de recursos financieros en el mercado alemán se encuentra en el sector familias. Esta afirmación se puede sostener comparando la acumulación de riqueza financiera neta (saldos de pasivos financieros menos activos financieros) de los grandes sectores económicos de Alemania y otros países. En relación con la economía española, la conclusión es particularmente clara. Con datos referidos a 1994 y al PIB, la situación es la siguiente⁽⁷⁾. Los saldos financieros de las administraciones públicas y del sector bancario son similares. En este último sector (incluyendo los bancos centrales de ambos países), ligeramente superior en Alemania (8%, frente a 6,5% en España). En cambio, los sectores de empresas no financieras y familias muestran diferencias muy significativas, con pasivos financieros mucho más elevados en el caso de las empresas

(7) Como siempre que se realizan estas comparaciones, es necesario advertir que los cálculos que se presentan solo tienen un valor aproximado y orientativo. En esta ocasión, además de la habitual falta de coincidencia exacta en la definición de los sectores, se ha debido realizar una estimación propia del PIB de la Alemania del Este, basada en el índice de precios de consumo, a partir de 1991.

alemanas⁽⁸⁾: 78% frente a 44%. Finalmente, la situación es la inversa en el sector familias, con activos financieros netos de las alemanas de 122%, frente a 70% de las españolas.

Ahora bien, la comparación de la ratio entre el valor de la riqueza financiera bruta y el PIB no arroja resultados especialmente destacados para las familias alemanas si se tienen en cuenta otros países. En efecto: en el cuadro 2, se puede observar, en el promemoria, que este indicador de la riqueza financiera de las familias es solo ligeramente superior al de las españolas y está por debajo del correspondiente a las francesas. En cambio, el endeudamiento de las familias alemanas destaca por su bajo nivel, frente al correspondiente a las alemanas y francesas: en torno a la quinta parte. Sin duda, esta es una característica del comportamiento financiero de las familias alemanas⁽⁹⁾: escasa dependencia del crédito bancario, tendiendo a autofinanciar en gran medida sus adquisiciones de bienes de consumo duradero e, incluso, de vivienda; en este último caso, a través de la acumulación de depósitos en sociedades de crédito hipotecario y otras instituciones, con anterioridad a la compra de la vivienda.

Una perspectiva que completa la comprensión del comportamiento financiero de la principal fuente de fondos prestables consiste en atender a los flujos, no a los stocks. Medidos por el ahorro financiero neto, estos flujos presentan como característica fundamental su elevado nivel y estabilidad. En los últimos diez años (1985 a 1994), el ahorro financiero neto medio⁽¹⁰⁾ de las familias alemanas ha sido de

(8) En el caso alemán, se incorpora el holding público Treuhand, con el resultado de ampliar la brecha entre pasivos y activos financieros del sector. No obstante, aun excluyendo este holding, el endeudamiento neto acumulado de las empresas alemanas sería superior al de las españolas.

(9) El contraste puede estar exagerado por un problema contable: en el sector de familias, no se incluye en Alemania a las empresas individuales, siendo lo contrario en Francia y España. Habría que esperar que, si se incluyeran, aumentarían los activos financieros de las familias alemanas y, sobre todo, sus pasivos. Lo contrario sucedería, lógicamente, para el sector empresas.

(10) Expresado en relación con la renta disponible de las familias.

13,6%, con valores extremos⁽¹¹⁾ de 12,3% y 14,7%. Por su parte, el correspondiente a las familias españolas ha sido de 7,1% y ha presentado fuertes fluctuaciones (entre el 2,4% y el 10,8%), con un perfil marcadamente anticíclico (lo que implica gasto privado intensamente pro-cíclico, con las dificultades que ello supone para las políticas de estabilización de la demanda interna). El elevado nivel y estabilidad del ahorro de las familias alemanas tiende a confirmarse si se compara con los principales países industrializados, con la única excepción de Japón (véase Bundesbank, 1992, octubre): por tanto, se trata de un rasgo estructural enormemente positivo para la estabilidad de los mercados financieros alemanes y para la eficacia de las políticas macroeconómicas.

Finalmente, se puede insistir en la aparente falta de correspondencia entre la estabilidad y la intensidad de los flujos financieros y el nivel alcanzado por la acumulación de los mismos. Una posible explicación de este fenómeno podría tener su raíz en un hecho histórico elemental, aunque difícilmente comprobable: el elevado grado de destrucción de la riqueza financiera e inmobiliaria que significó la Segunda Guerra Mundial. Esto habría elevado la propensión a ahorrar con objeto de reconstituir esa riqueza y acercarse paulatinamente a los niveles de otros países. En este sentido, un dato es objetivo: al final de los años ochenta, solo la mitad de las familias alemanas poseía vivienda propia, lo que resultaba la tasa más baja entre los países europeos (Bundesbank, 1993, octubre). De ello podría inferirse que la inversión de las familias ha ido dirigida durante una larga etapa, preferentemente, al sector inmobiliario, mientras que el ahorro se ha ido materializando en activos financieros con cierto retraso respecto de las tendencias observadas en otros países.

En cuanto a la distribución de la riqueza financiera por activos, cabe destacar algunos elementos, a través de su comparación con la

(11) Precisamente, el valor más bajo del período corresponde al último año, 1994, lo que ha atraído considerable atención. No obstante, parece difícil compartir la interpretaciones que apuntan hacia cambios significativos en el comportamiento de los consumidores. Una razón que pueda justificar esta evolución reciente, en alguna medida, consiste en el continuo aumento de la presión fiscal, impulsado por la reunificación.

correspondiente a otros países: en el cuadro 2, se hace con España y Francia. Destaca lo siguiente. En primer lugar, la elevada participación de los activos financieros depositados en las compañías de seguros, que dobla la proporción correspondiente a España. En segundo lugar, la importancia relativa de la cartera de bonos y obligaciones de las familias alemanas, si bien el contraste queda distorsionado porque en esta se incluyen los adquiridos por fondos de inversión a largo plazo. Por el contrario, la adquisición de pasivos bancarios es comparable a la española⁽¹²⁾. Otros resultados consisten en la escasísima demanda de valores de renta variable y la menor participación de los fondos de inversión.

A esa situación de la distribución de la riqueza financiera se ha llegado a través de los flujos que se presentan en el cuadro 3. Esta información puede ser utilizada, además, para obtener algunos indicios de la evolución del sistema financiero alemán. Se confirma, en efecto, la pérdida histórica de preponderancia de los pasivos del sistema bancario: en los últimos años, solo un tercio de la demanda de activos financieros ha sido absorbido directamente por el sistema bancario; además, se ha producido una fuerte desviación desde los depósitos de ahorro sobre todo a depósitos a plazo y bonos bancarios, reflejando mayores exigencias de rentabilidad. Se puede matizar la intensidad de la caída de los pasivos bancarios en la adquisición de activos por las familias, si se considera que una parte importante de los fondos de inversión está integrada en los grupos bancarios. Desafortunadamente, la información disponible no desagrega la adquisición de participaciones en fondos de inversión: en el cuadro 3, se incluyen dentro de "bonos" que, en el periodo 1990/2, ha

(12) Si a esto se añade la escasa dependencia del crédito bancario que se ha comentado anteriormente, parece posible relativizar la idea habitual sobre la posición particularmente determinante del sistema bancario, al menos en la actualidad. Posiblemente, en relación con el sector empresarial y, como se verá más adelante, en relación con la financiación de ayuntamientos y gobiernos regionales (landers), esa visión es más adecuada. La pérdida de peso del sistema bancario se ha ido materializando a lo largo de los años ochenta, como en otros países. Han sido, precisamente, las compañías de seguros y los fondos de pensiones las instituciones que han competido en mayor medida con los bancos: en el periodo 1980/92, el 26% del ahorro de las familias se ha colocado en estas instituciones. El segundo gran sustituto de los depósitos bancarios han sido los valores públicos y privados, con un 28% en el mismo periodo, pero aquí se incluyen los bonos bancarios, que explican una parte importante.

satisfecho un tercio de la demanda de activos financieros, igual que el sistema bancario. Por otra parte, resalta la elevada absorción de ahorro por las compañías de seguros -junto a los fondos de pensiones privados-, con una participación próxima al 25% desde el inicio de los años ochenta. En fin, también resulta destacable la caída del ahorro destinado a sociedades de crédito hipotecario que ha pasado, de una proporción bastante estable y significativa en torno al 8% entre 1950 y 1980, al 1,4%.

2.4 Fiscalidad sobre los rendimientos financieros y sus consecuencias

Tradicionalmente, la política fiscal alemana ha protegido y estimulado extraordinariamente el ahorro, al establecer la plena exención de la renta procedente de los rendimientos del capital mobiliario.

La mayor prueba del rechazo político -que posiblemente sea reflejo del rechazo social- a establecer impuestos sobre el ahorro se encuentra en que la única fiscalidad existente sobre la renta de intereses del capital mobiliario es consecuencia de la exigencia del Tribunal Constitucional en este sentido, no de la iniciativa del gobierno o del parlamento. En efecto: en junio de 1991, ese Tribunal declaró inconstitucional el tratamiento fiscal de la renta de intereses, porque violaba el principio de igualdad. Al mismo tiempo, requería al parlamento que aplicara, no más tarde del 1 de enero de 1993, los cambios legales necesarios que aseguraran el cumplimiento de ese principio, aunque también admitía que se deberían evitar consecuencias indeseables sobre la formación bruta de capital, sobre el crecimiento económico, o en una importante fuente de renta en la jubilación.

El resultado fue la implantación, en la fecha límite establecida por el Tribunal Constitucional, de una retención del 30% sobre los

rendimientos del capital mobiliario⁽¹³⁾, pero concediendo generosas deducciones y exenciones, además de dejar el secreto bancario intacto. Este cambio fiscal y sus desarrollos han tenido efectos extraordinarios en los mercados financieros alemanes en los últimos años. Además, es una referencia para otros países, como España, y resulta básico para comprender el lado de la demanda y el nivel de rentabilidades en los mercados financieros. Por todo ello, se le presta atención en lo que sigue.

En primer lugar, la combinación de secreto bancario y retención implica que el cumplimiento de las obligaciones fiscales descansa sobre las entidades bancarias.

En segundo lugar, para los rendimientos del capital mobiliario, existe un mínimo exento por persona de 6.000 marcos, que incluye a los menores de edad con activos financieros cuya titularidad les ha sido asignada. Esto significa, por ejemplo, que una pareja con un hijo no tributará por rendimientos percibidos del orden de 1,5 millones de pesetas: si se supone que la rentabilidad media de los mercados alemanes es de un 5%, solo tributará si sus activos financieros superan los 30 millones de pesetas. Compárese con las 25.000 pesetas exentas en las declaraciones individuales y conjuntas en España, en el año fiscal de 1994. Las estimaciones iniciales del Ministerio de Hacienda alemán indicaban que, con esta deducción, el 80% de los contribuyentes quedaría exento. La cobertura real ha debido de ser muy superior, porque, de una recaudación esperada de unos 24 mm de marcos en 1993, solo se ingresaron 11 mm. Entre las causas de la discrepancia, se reconoce el desplazamiento de activos al extranjero y la "transferencia de activos a los hijos".

En tercer lugar, se establece un procedimiento administrativo sencillo que permite anular la retención de intereses, hasta el importe de la

(13) En el caso de los mercados "over the counter", la retención se eleva al 35%. Se trata, sobre todo, de determinadas transacciones realizadas en mercados o tramos de mercados "no oficiales" (desde mercados swaps a operaciones bursátiles que se aproximarían al concepto de "fuera de mercado" en las bolsas españolas).

deducción⁽¹⁴⁾.

En cuarto lugar, es necesario señalar el buen tratamiento fiscal de las ganancias de capital, con importantes exenciones. Por ejemplo, en el mercado de bonos, la demanda se dirige especialmente a los de cupón bajo, con primas de emisión elevadas (exentas). También destaca que las plusvalías generadas por fondos de inversión, a partir del sexto mes desde la compra de la participación, están igualmente exentas.

En quinto lugar, existen importantes instrumentos financieros cuyos rendimientos no están incluidos en la base del impuesto, como son los intereses procedentes de los depósitos a la vista y los depósitos en sociedades de crédito hipotecario. Esto último es especialmente importante porque implica que la acumulación de riqueza financiera destinada a la inversión en el mercado inmobiliario está completamente exenta de tributación.

A la vista de la exposición anterior, no parece arriesgado concluir que la fiscalidad del ahorro en Alemania es reducidísima. Esto tiene consecuencias financieras de la mayor importancia. Directamente, sobre los tipos de interés demandados, que resultan escasamente afectados por consideraciones fiscales, lo que permite afirmar que los bajos niveles de los tipos de interés alemanes son favorecidos por la política fiscal.

Esto puede resultar especialmente importante para el análisis de los diferenciales de tipos de interés de Alemania con otros países, en los que el planteamiento de la política fiscal es completamente distinto, como en España. Se trata de llamar la atención sobre el hecho de que, además de consideraciones sobre el tipo de cambio y sobre la inflación esperada, se debe asumir la existencia de una prima fiscal que impulsa parte del elevado diferencial entre un país y otro. Ello implica que, en las condiciones actuales, a mayor peso de la "base residente"

(14) Consiste en la presentación por los interesados en las entidades bancarias encargadas de la retención de unos formularios emitidos por el Ministerio de Hacienda, antes del abono de intereses.

en la oferta de fondos en los mercados de capitales españoles, mayor será el diferencial de rentabilidad observado, y, por tanto, que el diferencial sea especialmente sensible a la entrada o a la salida de fondos sin obligaciones fiscales en España. Implica también que el diferencial de tipos nominales tiende a situarse por encima de lo que sería coherente con las expectativas sobre el tipo de cambio y la prima de riesgo asociada a su evolución futura, o con el diferencial de inflación (o con posibles consideraciones sobre el riesgo de crédito).

La aplicación de la retención⁽¹⁵⁾ del 30% ha provocado reajustes enormes en las carteras de los sujetos pasivos -personas físicas y empresas no financieras-, particularmente flujos de capital al exterior. A su vez, esto ha tenido una incidencia notable en la composición de los balances bancarios y de la propia balanza de pagos. En principio, resultaría sorprendente la intensidad de estos movimientos a la vista de la escasa presión fiscal que efectivamente soportan. Varios factores ayudarían a explicarlos: la escasa relevancia de la deducción para las grandes empresas y la elevada riqueza de un sector de las familias, que se unen al aumento generalizado de la presión fiscal que los contribuyentes de la Alemania del Oeste han sufrido en poco tiempo.

La sustitución de los activos localizados en Alemania se realizó, fundamentalmente, a través de la compra de participaciones en fondos de inversión en Luxemburgo y de depósitos en el euro-mercado. La mayor parte de estos fondos pertenece a grupos bancarios alemanes y existía con anterioridad a 1991 por dos razones: porque en Alemania no estaban permitidos los fondos de inversión en mercados monetarios, y porque, ya en el primer semestre de 1989, había ocurrido un movimiento similar por la imposición transitoria de una retención del 10%.

En una parte muy considerable, estos flujos han vuelto al mercado

(15) En enero de 1995, esta retención -al igual que la escala de los impuestos sobre la renta de las personas físicas y de sociedades- ha sido elevada en un 7,5%, en aplicación del "solidarity surcharge".

alemán, a través de compras de valores de emisores alemanes. Algunos datos -referidos al periodo julio de 1991/noviembre de 1993- pueden aclarar el significado y repercusiones de estos movimientos (Bundesbank, 1994, enero): se estima que, en ese periodo, se dio una compra de participaciones de fondos de inversión en Luxemburgo, de unos 119 mm de marcos, de los cuales 104 mm habrían vuelto al mercado financiero alemán (16 mm mediante compra de bonos públicos y 88 mm materializados en bonos bancarios). Si se tiene en cuenta que, en ese periodo -que se corresponde, aproximadamente, con la mayor entrada de capital "extranjero" en Alemania-, el aumento de la cartera de no residentes fue de unos 400 mm, se tiene que el 25% del mismo procede de contribuyentes alemanes.

Este movimiento fue, además, incentivado, porque, inicialmente, las plusvalías obtenidas de estos fondos mediante distribución de beneficios (fondos "distributivos") o por la venta de los mismos estaban exentas. Por el contrario, la extensión de la retención del 30%, a partir de enero de 1994⁽¹⁶⁾, a las plusvalías abonadas en cuentas localizadas en Alemania supuso un fuerte freno a la expansión y distorsiones generadas por este fenómeno.

En fin, las estimaciones del Bundesbank consideran que, en el mismo periodo, otros 85 mm de marcos fueron transferidos por el sector no bancario residente al euro-mercado y que una cantidad indeterminada de fondos se ha materializado en la adquisición de valores alemanes que se han depositado en bancos custodios extranjeros. Todo ello ha implicado una sobrestimación estadística de la "verdadera" inversión de no residentes, que no es posible precisar más. En este sentido, el Bundesbank concluye que "it can be presumed that while these spurious purchases by non-residents accentuated the true trends in external portfolio transactions, they did not dominate them" (Monthly Report, 1994, enero, pág. 53).

(16) Incluso, entre el momento que se anunciaron los cambios (septiembre de 1993) y su entrada en vigor, se produjo una repatriación masiva de fondos, con el objeto de realizar las plusvalías obtenidas.

Lo anterior da pie a preguntarse sobre la importancia de este fenómeno en otros países, como España, que resulta una cuestión recurrente y habitual.

Es necesario clarificar el problema distinguiendo dos dimensiones del mismo: evasión fiscal y retorno de los capitales evadidos al propio mercado -una vez han sido transformados en "no residentes"-. En cuanto a la evasión fiscal, el problema debe ser común a todos los países, incluso más importante en los países donde la fiscalidad sobre los activos financieros es mayor. En cambio, en lo que se refiere al retorno al propio mercado de los capitales evadidos, la situación parece bien distinta, por una poderosa razón: en ninguna sociedad europea existe una confianza tan acentuada en la propia moneda como en la alemana. Por tanto, la percepción del riesgo de cambio de los propietarios de los activos deslocalizados fiscalmente debería explicar la vuelta al propio mercado alemán de la mayor parte de los mismos. En cambio, en otros países, sobre todo en los de monedas débiles, el riesgo cambiario debe ser un obstáculo para la reinversión en las mismas, tendiéndose a una mayor diversificación por monedas. Esto no niega el fenómeno de que una parte de la "inversión no residente" sea de origen residente, pero debería reducirlo considerablemente, comparado con Alemania.

Por último, la deslocalización de activos y su retorno al mercado alemán ha distorsionado las estadísticas de la balanza por cuenta corriente. La razón consiste en que la cuenta de "rentas de inversión", en la parte de los pagos realizados, ha estado recogiendo los rendimientos obtenidos por los fondos de inversión no residentes, propiedad de los residentes alemanes: por tanto, se ha producido una reducción del saldo tradicionalmente superavitario de esta partida que parece haber terminado exagerando el deterioro sufrido por la balanza por cuenta corriente alemana en los últimos años. Esto ha llevado a revisar la metodología aplicada y a publicar nuevas cifras oficiales (Bundesbank, 1995, marzo), aunque los cambios son más significativos en la composición interna de la balanza de pagos que en el saldo final.

3. LOS MERCADOS ALEMANES DE VALORES

3.1. El mercado monetario y el Bundesbank

En Alemania, los mercados de valores se identifican casi exclusivamente con los mercados de bonos y, en menor medida, de acciones: títulos habituales en los mercados monetarios de la mayor parte de los países no existen o están disponibles en cantidades muy reducidas, lo que constituye uno de los rasgos singulares del mercado financiero. La causa fundamental de esta situación se encuentra en la posición del Bundesbank. Las autoridades monetarias han tratado, en los últimos años, de moderar la liberalización y desarrollo del mercado monetario, puesto que ello significaría la proliferación de instrumentos de elevada liquidez que podrían convertirse en sustitutos próximos de los incluidos en el agregado M3, con lo que se vería afectada la estabilidad de la demanda de dinero, como ha sucedido en la mayor parte de los países que han basado su política en el control de los agregados monetarios.

A la vista de los resultados, es evidente que la posición del Bundesbank ha resultado dominante tanto frente a las necesidades de los emisores como de los inversores, ya que ambos grupos han ejercido presiones para que el mercado monetario se abriera. En el cuadro 5, se puede observar la estructura y evolución del mercado de renta fija por tipos de instrumentos. Estableciendo como criterio clasificatorio el plazo de emisión de 12 meses, resulta que solo el 2,5% del saldo vivo de valores a fin de 1994 era clasificable como monetario. Incluso, se detecta una tendencia decreciente desde el 4%, participación alcanzada en 1980.

En efecto: los principales grupos de emisores -las instituciones de crédito y el sector público- mantenían títulos monetarios en línea con esos porcentajes. Especialmente significativo resulta el comportamiento del sector público: entre 1990 y 1994, ha reducido el saldo vivo de los valores emitidos a 12 ó menos meses hasta un 1,1%, mientras el saldo de sus instrumentos a mayor plazo más que se duplicaba. Esta es, por otra parte, una prueba importante de la

preponderancia que las autoridades monetarias tienen en la política de emisión del sector público. En el caso de las instituciones de crédito, han pesado varios factores entre los que, además de la persuasión del banco central, se encuentra la inclusión de los certificados de depósito en el coeficiente de caja.

Unidos a razones de regulación monetaria, en el desarrollo de este mercado resultaron, en el pasado, obstáculos importantes el procedimiento de autorización previa a la emisión de instrumentos con plazo hasta 24 meses y el impuesto especial sobre transacciones bursátiles. Ambas trabas se anularon en diciembre de 1990. Por estas razones, desde enero de 1991, están siendo las empresas no financieras -que no están sujetas al coeficiente de caja y a las que la influencia del Bundesbank resulta más lejana- las que están utilizando de forma activa el mercado monetario para financiarse: lo prueba el que, a finales de 1994, el mercado de pagarés de empresa había alcanzado un saldo vivo de 6 mm de marcos, mientras que el de valores a más largo plazo (con una larga tradición) emitidos por el mismo grupo de empresas no financieras era de solo 2,7 mm.

Junto al funcionamiento de un mercado de pagarés más o menos activo, recientemente han sido autorizados los fondos de inversión en mercados monetarios. No obstante, la evolución reciente de ambos mercados no permite afirmar que se producirá una expansión rápida de los mercados monetarios en Alemania. El saldo de pagarés de empresa a finales de 1994 implicaba una caída de 10 mm de marcos, desde los 16 mm de finales de 1992⁽¹⁷⁾. En cuanto a los fondos de inversión en los mercados monetarios, tuvieron un crecimiento espectacular entre septiembre y diciembre de 1994, hasta alcanzar los

(17) Parte de este comportamiento errático se explica por la actuación del holding Treuhand: de forma excepcional -dada su condición de organismo público-, cubrió a corto plazo una parte de sus necesidades financieras mediante un programa de pagarés de empresa (que con 11 mm de marcos, en diciembre de 1993, suponía el 64% del saldo total), que posteriormente canceló. Por otra parte, este cambio puede interpretarse como un indicio más, que confirma el optimismo inicial sobre la capacidad del holding para autofinanciarse.

31 mm de marcos, pero se estabilizaron a partir de entonces⁽¹⁸⁾.

No obstante, a la vista de lo que ha sucedido en otros países, como España, habría que esperar que los mercados de pagarés de empresa y de fondos a corto plazo terminen por ejercer una presión considerable sobre el sistema bancario. El desarrollo paralelo de ambos mercados puede hacer menos competitivos los depósitos bancarios que tradicionalmente han sido los únicos activos líquidos disponibles en el mercado interno, así como ofrecer vías alternativas a los créditos bancarios. Si a ello se une la fuerte reducción del coeficiente de caja que se ha llevado a cabo en los últimos años, cabe pensar que, con mayor o menor rapidez, el mercado alemán avanzará hacia una configuración más próxima a la que caracteriza a la mayor parte de los mercados europeos.

Pero esto último parece confirmarse. El Bundesbank ha mostrado recientemente que sus reticencias al desarrollo del mercado monetario no han desaparecido: cuando, en julio de 1994, las autoridades monetarias levantaron públicamente sus objeciones a la constitución de fondos de inversión en títulos monetarios, se interpretó que ello suponía el definitivo impulso del tan esperado desarrollo del mercado monetario. Sin embargo, al mes siguiente, coincidiendo con la entrada en vigor de la autorización de los fondos de inversión monetaria, decidió cancelar las emisiones de "bulis" (en el siguiente párrafo se definen), aduciendo razones de instrumentación monetaria y reconociendo explícitamente que "it does not wish to offer investment outlets for money market funds" (Bundesbank, Annual Report 1994, pág. 65). Lo ocurrido en el verano de 1994 refleja las presiones que el banco central alemán ha debido de recibir en esta área -entre las que se deben de encontrar las procedentes de varias Directivas de la Comisión Europea al respecto-, pero también la claridad con la que

(18) Una posible interpretación de la evolución de ambos instrumentos podría estar relacionada con el comportamiento del sistema bancario: en un contexto de escasa diversificación y desarrollo financiero, las entidades bancarias pueden defender unos márgenes de intermediación relativamente elevados, por lo que tradicionalmente han estado en contra, terminando por coincidir con la posición del banco central.

mantiene su oposición al desarrollo de los mercados monetarios en Alemania.

Los "bulis" fueron emitidos entre marzo de 1993 y agosto de 1994. Se trataba de letras a corto plazo (con vencimientos de 3, 6 y 9 meses, aunque las emisiones se concentraron en el plazo más corto), concebidas exclusivamente como instrumento adicional para el control de la liquidez. Su creación, posiblemente, respondió a la fuerte reducción del coeficiente de caja que el Bundesbank realizó en ese período con los consiguientes efectos expansivos sobre la liquidez, lo que llevó a las autoridades a proveerse de un instrumento adicional de drenaje.

Despertaron un extraordinario interés durante este período, porque fueron considerados el instrumento que más vigorosamente podría desarrollar el mercado monetario, dado su riesgo crediticio nulo y el elevado volumen que potencialmente podrían alcanzar (el saldo máximo rondó los 25 mm de marcos, frente al correspondiente a los pagarés de empresa, 16 mm). En cambio, desde la óptica de la política monetaria, la finalidad original de los bulis (absorción de liquidez en el mercado de activos de caja) se vio frustrada, porque se produjo una fuerte demanda de los mismos por no residentes (entre los que se encontraban otros bancos centrales europeos): de esta forma, la aparición de los bulis debió provocar un aumento de la oferta de liquidez en el corto plazo, con lo que el efecto buscado por las autoridades sobre el mercado interbancario de depósitos tendió a anularse.

Por otra parte, una de las prácticas que más desarrollo ha experimentado en los últimos años en los mercados monetarios internacionales es el de las operaciones repo. Sin embargo, los fondos tomados a través de estas operaciones por las entidades de crédito (a excepción, obviamente, de los correspondientes a las subastas de repos) están incluidos en el coeficiente de caja. Además, el Bundesbank trata de persuadir a las entidades bancarias para que "renuncien a efectuar operaciones de cesión temporal exentas de encaje legal" (Bundesbank, 1992, marzo), lo que puede indicar cierta

tendencia a no registrar como tales operaciones que son temporales (algo familiar en el mercado español de simultáneas con terceros, por otras razones, hasta su liberalización en marzo de 1993).

Dada la regulación existente sobre los repos, se ha desarrollado el "préstamo de bonos", que sustituye a los repos, pues puede implicar tanto la movilización de valores como de efectivo (en garantía).

La diferencia principal entre ambas operaciones es la de que el efectivo implicado en el préstamo de bonos no está incluido en el coeficiente de caja; también es destacable que -a diferencia del repo- el propietario inicial de los valores mantiene esa condición a lo largo de la vida de la operación; que el colateral movilizado puede ser cualquier otro tipo de valores; y, en fin, que, en el préstamo de valores, las dos partes contratantes suelen ser entidades bancarias.

La última diferencia es importante para entender por qué, a pesar de la existencia del préstamo de valores, se puede seguir considerando que el mercado monetario alemán adolece de un insuficiente desarrollo de las operaciones dobles y similares. Por lo que respecta al mercado interbancario de "préstamo de valores", se pueden distinguir claramente dos áreas. Una definida en el ámbito bilateral, en la que en la transacción solo intervienen las partes contratantes: por tanto, no regulada y flexible -donde, en última instancia, pueden participar entidades no bancarias-, pero con riesgos de contrapartida que habrán de ser evaluados por ambas partes. Otra oficial, regulada y organizada por la central de anotaciones alemana, la Deutsche Kassenverein.

En esta segunda área, solo los bancos con cuentas de valores en la Deutsche Kassenverein AG pueden participar. Interviene un consorcio de bancos que garantiza al prestamista de los valores que le serán devueltos o, al menos, que su equivalencia le será pagada al vencimiento de la operación. En el caso de inversores institucionales que desean prestar o tomar prestados valores, solo pueden hacerlo a través de un banco con cuenta de valores en la Kassenverein.

Otro elemento distintivo (Commerzbank, 1994) de estas operaciones indica un riesgo de liquidez considerable, ya que tanto el prestamista como el prestatario pueden cancelar anticipadamente la operación: el primero, mediante notificación previa de, por lo menos, cinco días hábiles y el segundo, en cualquier momento. Como institución gestora del sistema de préstamo de valores, la Kassenverein establece un límite máximo del 50% del saldo vivo de una referencia para su movilización en este tipo de operaciones.

La regulación del mercado monetario ha estimulado la búsqueda en el exterior de instrumentos monetarios, a lo que en los últimos años se han unido las motivaciones fiscales expuestas en el capítulo 2. Esta situación contrasta, y se complica, con el planteamiento plenamente liberal que ha caracterizado la regulación de los movimientos de capitales desde mediados de los años ochenta, tanto para los residentes como para los no residentes (basada, sin duda, en la confianza en la estabilidad y fortaleza del marco), lo que ha terminado favoreciendo el flujo de salida de capitales.

El resultado final es el acceso de un gran sector de inversores últimos a los fondos de inversión monetaria en otros países, y de las grandes empresas no financieras y del sistema bancario al euro-mercado de depósitos. Y más recientemente, e igualmente importante, el desarrollo de un mercado muy líquido de repos con valores alemanes (sobre todo, públicos) en Londres, a medida que los inversores internacionales iban ampliando sus carteras en marcos.

Hasta cuándo se mantendrá la asimetría entre regulación del mercado interno y desregulación de los movimientos de capitales resulta difícil de responder. Pero, si la principal causa de aquella reside en consideraciones sobre la eficacia del esquema de control monetario, la deslocalización de los activos líquidos que la actual integración internacional de los mercados posibilita, implica una desestabilización de la demanda de dinero igualmente importante. En esta situación, parece difícil que los argumentos de control monetario puedan sostenerse por mucho tiempo. Mientras tanto, se hacen cada vez más evidentes los costes de esa asimetría, consistentes en la

deslocalización de la liquidez de los títulos alemanes y de la propia industria financiera por el desplazamiento de importantes áreas de negocio (relacionadas con los mercados de capitales) de los grandes bancos alemanes a Londres.

3.2. EL MERCADO DE BONOS

En contraste con la estrechez del mercado monetario, el mercado alemán de bonos es uno de los mayores del mundo. A finales de 1993 (cuadro 6), se situaba en el tercer lugar por volumen tras Estados Unidos y Japón. También es destacable que -junto a Francia- es el único mercado en el que el saldo de bonos privados supera al de los públicos, así como que la utilización del mismo por las empresas no financieras es la más baja -de nuevo junto a Francia- entre los países incluidos en el cuadro (que forman el "Grupo de los 7").

Por tanto, una de las principales características del mercado alemán de bonos es la participación mayoritaria del sistema bancario. El mayor peso de los bonos bancarios ha sido más evidente en el pasado, siendo solo en los últimos años cuando se ha ido cerrando la diferencia a raíz de la expansión del endeudamiento público.

Como primera aproximación orientativa, en el cuadro 5, se pueden observar las siguientes características generales. La preponderancia de los bonos a tipo fijo, tanto en el sector público como en el privado, y la presencia, aunque reducida, de bonos a tipo variable (9% y 8%, respectivamente). También destaca la emisión de bonos en moneda extranjera por las instituciones de crédito y su ausencia en el caso del sector público. Esto último -que coincide con el caso francés- es justificado oficialmente argumentando que el sector público no debe asumir posiciones con riesgo de tipo de cambio (en Francia, se alude al intento de favorecer los mercados nacionales).

Una visión conjunta del mercado de bonos públicos y bancarios es inevitable y conveniente. Es inevitable, porque para algunos datos importantes, como el tipo de inversores -y, muy específicamente, la

cartera de no residentes-, las estadísticas oficiales regulares solo dan información agregada. Y también es conveniente, porque una parte significativa de los bonos bancarios es el resultado de la titulación de créditos bancarios al sector público, fundamentalmente a los ayuntamientos: son los denominados "communal bonds" y, a veces, "municipal bonds" o "public-sector mortgage bonds". Los "communal bonds", junto con los bonos hipotecarios, son los valores más antiguos de los mercados alemanes, con un origen que se remonta a finales del siglo XIX.

La importancia de los "communal bonds" en el total de la renta fija bancaria es elevada: 44% a finales de 1994. Por tanto, la distribución entre bonos públicos y bancarios quedaría afectada drásticamente si se incluyeran estos títulos en el endeudamiento del sector público (en esa fecha, la proporción pasaría de 6 a 4, respectivamente). Los "communal bonds" solo pueden ser emitidos por entidades bancarias que cumplen la legislación específica de esta área del mercado y están garantizados por los créditos que los han originado.

La titulación de los créditos bancarios abarca otro grupo de bonos bancarios, los "mortgage bonds", que están garantizados por préstamos hipotecarios y que representaban el 14% del saldo vivo de bonos bancarios a finales de 1994. Por tanto, solo el restante 42% de los bonos bancarios no tiene asignadas garantías individuales.

En cuanto al mercado de bonos públicos, su descripción es compleja. Esto se debe a diversos factores: la estructura federal de Alemania - que ha favorecido históricamente el acceso de los diferentes niveles de gobierno a los mercados de capitales-, la proliferación de organismos públicos desde la reunificación que -sobre todo, en el período 1990 a 1994- han actuado como emisores independientes del resto de las administraciones públicas, y también la escasa preocupación de las autoridades en la concentración de la financiación en un reducido grupo de instrumentos -a diferencia de lo que sucede en Francia y España-.

De los dos primeros factores señalados se deriva que solo el 55% del

saldo corresponde al Estado Federal. El otro 45% se distribuye entre los landers (9%) y diversos organismos públicos, entre los que destaca el holding Treuhand (13%), la administración de correos (8%) y diversos organismos⁽¹⁹⁾ relacionados con la financiación de partidas concretas de gasto público generado por la reunificación (15%). La parte correspondiente a los ayuntamientos es irrelevante, puesto que estos se financian, como se ha señalado más arriba, directamente de las instituciones de crédito.

Un aspecto destacado de los títulos públicos es que su plazo de emisión es considerablemente largo: el 92 % de los mismos había sido emitido a plazos superiores a los 4 años (igualmente, al cierre de 1994). Esto, que es común al sector de bonos bancarios, -y que, por otra parte, complica la escasez de títulos del mercado monetario-, indica una característica de los mercados de valores alemanes: se trata, esencialmente, de mercados de financiación a largo plazo.

En cuanto a la distribución por inversores (cuadro 4), solo se dispone de información agregada sobre valores bancarios y públicos, como se ha señalado anteriormente. No se incluye la cartera de bonos públicos del sistema bancario. De los datos disponibles, parece desprenderse que esta es similar a la española⁽²⁰⁾.

Aparte del sistema bancario, la base inversora del mercado es la recogida en el cuadro 4 y en el gráfico 6: un 36% corresponde a las familias, 33% a los inversores no residentes, 13% a los fondos de

(19) Se trata fundamentalmente de: "German Unity" Fund, Currency Conversion Equalisation Fund y ERP Special Fund.

(20) A finales de 1994, las instituciones de crédito poseían una cartera de valores emitidos por el sector "no bancario" residente de 403 mm de marcos: suponiendo que todo ello correspondiera al sector público -recuérdese el bajo nivel de emisiones de las empresas no financieras-, ello implicaría un 35% del total del saldo de deuda pública. Ahora bien: hay una importante diferencia, relacionada con el mercado de repos: dada la inclusión de las cesiones temporales en el coeficiente de caja, no existen incentivos para las entidades -ni sus clientes- en su utilización, a diferencia de lo que ha sido una característica muy importante en España. Por tanto, habría que esperar que la cartera de valores del sistema bancario esté financiada mediante repos en una proporción reducida, lo que, en definitiva, indica que es un proveedor de fondos propios en el mercado de deuda pública, en mayor medida de lo que sucede en el caso español.

inversión, 11% a las compañías de seguros y el 7% restante a las empresas no financieras. De esta forma, el sector familias se confirma como la principal fuente de recursos financieros, seguido de cerca por los no residentes. Desde 1990 (21%), se ha producido un fuerte aumento de la participación de estos últimos: los 12 puntos en los que ha aumentado la cuota de no residentes han implicado un descenso homogéneo de las participaciones del resto de sectores (entre 2 y 3 puntos porcentuales). No obstante, conviene recordar que -como se expuso en el capítulo 2- se estima que en torno al 25% de la cartera de estos últimos correspondería a participaciones de contribuyentes alemanes en fondos de inversión establecidos en Luxemburgo: si se tuviera en cuenta esta estimación, la participación del sector no residente se reduciría al 25%, mientras que la correspondiente a familias y empresas no financieras se elevaría al 48%.

Por otra parte, es importante la cuota de mercado de los fondos de inversión (13%). Los fondos a largo plazo tienen en Alemania una larga tradición, ya que el primero se estableció en 1949 (Walter y Rosen, 1995). Se dispone de una amplia variedad de fondos: en renta fija, renta variable, mixtos e inmobiliarios, siendo los primeros los más importantes por volumen de activos (se acercan al 50% del total del mercado).

Una característica importante del mercado alemán de fondos es la existencia de los denominados "fondos especializados" (o "especiales"). Su diferencia fundamental con respecto a los fondos habituales, abiertos al público, es que los fondos especializados tienen un número máximo de diez partícipes, que deben ser personas jurídicas (aunque, en la práctica, es un solo partícipe): sobre todo, se trata de compañías de seguros, fondos de pensiones y empresas no financieras que crean su propio fondo, con el objeto de separar la gestión de su cartera de activos -o, en el caso de grandes empresas no financieras, la gestión de su liquidez- y por ventajas fiscales; para ello disponen de los mismos tipos de fondos que en el caso de los abiertos al público. La cuota de mercado de unos y otros es similar (aunque, desde 1992, la capitalización de los fondos especializados supera la de los fondos abiertos al público).

4. EL MERCADO PRIMARIO DE DEUDA PÚBLICA

La organización del mercado de deuda pública es compleja. Esto se manifiesta en la mayor parte de los aspectos de los mercados primario y secundario. Especialmente destacables son los siguientes.

En primer lugar, por la diversidad de los emisores públicos, como ya se ha señalado anteriormente. Junto al Estado Federal, se encuentran los denominados "fondos especiales", la mayor parte de ellos establecida para la canalización de recursos financieros hacia la Alemania del Este. La principal diferencia entre el tipo de endeudamiento de estos organismos públicos (con la excepción del holding Treuhand) y el del Estado Federal consiste en que, en conjunto, la apelación directa al crédito bancario de los fondos especiales es considerable (mientras en el caso del Gobierno Federal es residual) y que el holding Treuhand ha utilizado papel a corto plazo para financiarse. Por lo demás, la composición por instrumentos del saldo vivo de valores es similar a la correspondiente al Estado Federal. Con objeto de tratar de simplificar en lo posible la exposición, no se comentarán las diferencias existentes entre los instrumentos y procedimientos de emisión de estos fondos especiales y del holding público empresarial con los del Estado Federal⁽²¹⁾.

En segundo lugar, no existe un procedimiento de emisión común a todos los instrumentos: por el contrario, para cada tipo de valor se contempla un procedimiento específico.

En tercer lugar, en algunos instrumentos se establecen restricciones

(21) En el cuadro 7, se ofrece una panorámica de la estructura del endeudamiento de las administraciones públicas. Se distingue entre diferentes niveles de gobierno y por grandes grupos de instrumentos: valores, crédito bancario y otros créditos (de agentes no bancarios) y otra deuda ("antigua" o asumida, procedente, en la mayor parte, de la antigua Alemania del Este). Como era de esperar, la apelación directa a los mercados de capitales desciende con el nivel de gobierno: mientras el Gobierno Federal cubre sus necesidades financieras mediante la emisión de valores en un 96%, los landers lo hacen en un 23% y los ayuntamientos no utilizan esta vía. La situación es la inversa en el recurso al crédito bancario: el 96% del endeudamiento de los ayuntamientos y el 76% del de los landers se materializa por esta vía.

a la adquisición de algunos grupos de inversores, siendo el caso más importante el que estén reservados en exclusiva a los inversores últimos alemanes (personas físicas).

En cuarto lugar, existen importantes diferencias respecto de la negociabilidad, básicamente si cotizan o no en las bolsas alemanas.

El resultado final de lo anterior es un cierto grado de segmentación del mercado de deuda pública, con todo lo que ello implica para el encarecimiento de la gestión de cartera de los inversores institucionales y el descenso de la liquidez. Por todo esto y por otras consideraciones que se harán explícitas a lo largo de este capítulo, y a la vista de la organización de otros mercados nacionales de deuda pública, se puede adelantar la conclusión de que el mercado alemán es el que menos ha avanzado en su modernización. No parece arriesgado afirmar que esta situación es sostenible debido a los fundamentos macroeconómicos de los mercados financieros alemanes: concretamente, al elevado nivel de ahorro de las familias alemanas y a que el marco es la segunda moneda en la composición de las reservas mundiales de divisas. Ambos factores, en especial, sostienen una elevadísima demanda de deuda pública, a través de la adquisición de activos por las familias y los no residentes.

Un aspecto general de la regulación del mercado, de gran importancia, y que no encuentra réplica en otros países es la posición dominante del banco central. Esto es así, a pesar de que, en términos formales o legales, la situación es similar (salvo en lo que se refiere al Tesoro): el Bundesbank es el banco agente del Gobierno y actúa, en el ámbito del mercado de deuda pública, "en representación del Gobierno Federal". En la práctica, sin embargo, las consideraciones de política monetaria y de regulación general de los mercados financieros parecen situarse sobre las que puedan corresponder a la óptica del emisor. El resultado es la inexistencia de instrumentos a corto plazo y la utilización marginal de los bonos a tipo variable. En este sentido, se debe subrayar un dato muy significativo. No existe la figura equivalente al Tesoro, que está presente en los organigramas de la mayor parte de los gobiernos europeos; por el

contrario, en el caso alemán, le correspondería una oficina de administración de la deuda pública (con poco más de una decena de empleados), cuyo representante se desplaza a Frankfurt cada vez que se realiza una emisión; en cambio, la representación del Bundesbank alcanza el rango de vicepresidente.

4.1 Instrumentos emitidos por el Gobierno Federal

En el cuadro 8, se presenta la composición por instrumentos del saldo vivo de valores emitidos por el Gobierno Federal. La característica más destacable es que la mitad del saldo vivo a finales de 1994 corresponde al "Bundesanleihen", con una participación creciente, desde el 20% correspondiente a 1980. El segundo instrumento más importante es la "Bundesobligationen", con una participación en el saldo vivo que ha fluctuado en los últimos años en torno al 25% del mismo. La cuarta parte restante corresponde, en su mayoría, a "Bundesschatzanweisungen/Kassenobligationen" (10%) y "Bundesschatzbriefe" (8%); diversos instrumentos ocupan el resto. A continuación, se describen brevemente los instrumentos más importantes⁽²²⁾.

El "Bundesanleihen" ("Bund", que corresponde a "Gobierno Federal", y "Anleihen", a "Bono") constituye el valor de referencia del mercado alemán de deuda pública, al que se suele aludir como "bund". Habitualmente, se trata de un bono con cupón fijo, anual, con plazo de emisión de 10 años (si bien, en ocasiones, ha fluctuado entre 8 y 12 años) y valor unitario de 1.000 marcos (100 marcos hasta noviembre de 1992). Reciben igual denominación los bonos de estas características emitidos por organismos públicos federales mencionados anteriormente⁽²³⁾, que tienen igual

(22) En la descripción que sigue, se recogen las características dominantes en las emisiones recientes. Para simplificar, no se alude -salvo excepcionalmente- a la existencia de referencias marginales que tienen características particulares y que, sin embargo, reciben la misma denominación que los principales instrumentos. Por ejemplo, "bundesanleihen" con cupón variable, o con plazo de emisión distinto a 10 años, o amortizables anticipadamente.

(23) Las emisiones del Gobierno Federal y sus fondos especiales se distinguen por números específicos: al Gobierno Federal corresponden las referencias cuyos tres primeros dígitos son 110 6 113; a la Treuhand Agency, las que comienzan por 109; al German Unity Fund, 102, etc.

riesgo crediticio, si bien registran un rendimiento escasamente superior (debido, sobre todo, a una ligera diferencia de liquidez). El bund cotiza en el mercado bursátil, su adquisición está abierta a todo tipo de inversores y tiene un complicado sistema de emisión (que en el epígrafe 4.2 se expone).

La "Bundesobligationen" (o "Five-year special Federal bonds", también conocida como "Bobl") es un bono a 5 años, con cupón fijo, no amortizable anticipadamente, negociable en bolsa y con valor unitario de 100 marcos. Una característica que la diferencia es que, en el mercado primario, solo puede ser adquirida por personas físicas residentes en Alemania e instituciones sin fin de lucro; en cambio, en el mercado secundario, la inversión no está restringida. No se emite mediante subasta, sino a través de la apertura de períodos de suscripción, dirigida a particulares a través del sistema bancario y la extensa red de oficinas del Bundesbank.

El tercer grupo de instrumentos en importancia es el que recoge los denominados "Bundesschatzanweisungen" (y anteriormente, hasta 1987, "Kassenobligationen"). Se trata de un conjunto de bonos de cupón fijo, anual, que abarca un amplio abanico de plazos de emisión: cualquiera comprendido entre 2 y 7 años, con la excepción de 5 y 10 años, que se reservan a los dos instrumentos anteriores. El principal elemento común que les hace agrupables parece ser su valor unitario: 5.000 marcos⁽²⁴⁾. Se emiten mediante subasta, con una frecuencia próxima a los tres meses y es habitual la convocatoria simultánea de diversas subastas, cada una correspondiendo a un plazo distinto. No están reservados a grupos especiales de inversores.

El cuarto grupo de instrumentos por saldo vivo (siempre en diciembre de 1994) es el de los "Bundesschatzbriefe". Se trata de un instrumento diseñado específicamente para las personas físicas e instituciones sin fin de lucro, residentes en Alemania, estando su adquisición prohibida para el resto de inversores, ya sea en el mercado primario o en el secundario. No son negociables y, por tanto, no cotizan en el mercado bursátil. Se emiten mediante la apertura de un período de suscripción y pueden

(24) Aunque, incluso, en este aspecto hay una excepción: los instrumentos de este grupo emitidos por la Agencia Treuhand tienen una denominación de 1.000 marcos.

ser adquiridas a través del sistema bancario o de las oficinas del Bundesbank. Hay dos tipos de "bundesschatzbriefe", A y B, que se diferencian por el plazo de emisión, seis y siete años, respectivamente, y, sobre todo, por el pago de intereses: el tipo A es de cupón anual y el tipo B acumula los intereses, que se pagan, junto al principal, al término del séptimo año. No obstante, los ahorradores pueden recuperar el principal, en ambos casos, tras el primer año de vida sin penalización y recibiendo los intereses que correspondan, fijados en el momento de la emisión. El tipo de interés anual suele ser creciente con el año correspondiente e independiente de la curva tipo-plazo del mercado. Se trata, por tanto, de un tipo de instrumento que se encuentra también en los mercados inglés e italiano.

El resto de instrumentos es claramente marginal. Consisten, sobre todo, en papel a corto plazo (entre uno y dos años), emitido a descuento, dirigido especialmente a inversores institucionales, como se desprende de su elevado valor unitario (entre 1.000 y 500.000 marcos, en el caso de los "Finanzierungs-Schätze", o de 500.000 marcos, en el caso de los U-Schätze⁽²⁵⁾).

En fin, existe también un saldo residual de un instrumento de financiación denominado "Schuldscheindarlehen" (en la traducción inglesa, "loans against borrowers notes"). En los años setenta, representaba cerca de la mitad del saldo vivo de la deuda del Estado Federal, pero, como puede observarse en el cuadro 8, ha caído hasta el 2,4% en 1994, como consecuencia de que en los últimos años no se ha emitido y a la amortización del saldo en circulación⁽²⁶⁾.

(25) En el cuadro 8, aparecen como "Unverzinsliche Schatzanweisungen".

(26) En cambio, para los landers sigue siendo muy importante. Se trata de un instrumento no negociable, dirigido a inversores institucionales: el procedimiento básicamente consiste en que el emisor se dirige en cualquier momento a una entidad bancaria para que gestione un crédito de una institución no bancaria (sobre todo, compañías de seguro) por un importe determinado y un plazo que puede variar desde unos cuantos meses a 20 años, por ejemplo, y a un tipo de interés determinado (sobre el que asesora la propia entidad bancaria). En la actualidad sigue siendo la principal vía de financiación de los landers, para lo que cuentan como agentes con sus propios bancos públicos (normalmente, los bancos centrales de los landers u "oficinas principales" del Bundesbank). Como se puede observar en el cuadro 7, este instrumento -junto con el crédito bancario- representa el 73% del endeudamiento de los landers. En cambio, los ayuntamientos no lo utilizan, sino que

4.2 Procedimientos de emisión

El Gobierno Federal emplea, fundamentalmente, tres procedimientos de emisión: sindicación, subasta y oferta pública de suscripción. Estos procedimientos los utiliza, según el instrumento de que se trate, de forma única (la oferta de suscripción y la subasta) o combinada con alguno de los otros procedimientos (la sindicación).

Por otra parte, no existe calendario anual de emisiones. Tan solo, recientemente, se ha iniciado la práctica de una comunicación -por el Bundesbank-, al final de cada trimestre, sobre las emisiones previstas en el siguiente. En este comunicado de prensa, el banco central informa sobre las intenciones del Gobierno Federal: clase de instrumento y plazo de emisión, momento aproximado -señalando la decena del mes-, así como volumen de emisión (expresado, normalmente, como una horquilla, por ejemplo, entre 8 mm y 12 mm, o como un importe mínimo). La semana anterior a la decena anunciada se confirma la emisión (o se cancela) y se concretan los detalles aún abiertos. Por otra parte, estos anuncios solo se hacen con respecto a algunos instrumentos: casi exclusivamente para el "bund" y los bonos a medio plazo (Bundesschatzanweisungen).

De forma meramente orientativa, se puede considerar que el "bund" registra entre 4 y 6 emisiones al año, mientras que los bonos a medio plazo ("Bundesschatzanweisungen") se emiten cada tres meses. El resto de los instrumentos tiene una emisión más irregular.

Otro aspecto importante es la poca frecuente reapertura de las referencias, en fuerte contraste con lo que sucede en los principales mercados europeos, donde se considera que la consecución de saldos elevados de las mismas es condición necesaria para su liquidez. La excepción ha sido una referencia del "bund" a 30 años, que ha estado abierta durante varios años (el motivo estuvo relacionado con el mercado de futuros, con la necesidad de asegurar la liquidez del entregable en el contrato a ese plazo). En

tomando directamente crédito bancario que, posteriormente, las instituciones de crédito financian a través de los "communal bonds".

el caso del "bund", la combinación de los tres procedimientos -que se describen a continuación- asegura importes por referencia del orden de 10 mm de marcos. En algunos casos, se ha reabierto la referencia una sola vez, con lo que su saldo vivo se ha aproximado a los 20 mm de marcos, lo que se considera límite máximo. Para el resto de instrumentos, los saldos en circulación suelen estar muy por debajo y varían considerablemente. Si bien en el caso de los instrumentos dirigidos a las familias esto es comprensible, para el tramo de bonos a medio plazo abiertos a todos los agentes parece un factor negativo de su liquidez.

De la observación de las técnicas empleadas en la emisión de cada instrumento, podría deducirse que su selección está influida por el tipo de inversor para el que prioritariamente está concebido el instrumento. Este parece el caso de los "bundesobligationen" y, sobre todo, los "bundesschatzbriefe", dirigidos preferente o exclusivamente a las personas físicas o jurídicas sin fin de lucro. Para ambos instrumentos, la única técnica es una oferta pública de suscripción (o "tap issuing") que consiste en la venta durante un período de longitud muy variable (por ejemplo, tres o cuatro semanas, dependiendo de la demanda, de la financiación que se desea obtener, etc.), a la que se puede acudir a través del sistema bancario y de la red de oficinas del Bundesbank. En el caso del primer instrumento, el precio se va ajustando a la evolución del mercado, mientras que en el segundo permanece constante. En consecuencia, el importe de la emisión no se anuncia previamente. La frecuencia de las convocatorias es igualmente irregular, aunque se trata de que estos instrumentos tengan una cierta permanencia en el mercado para mantener la atención de los ahorradores. A final de 1994, por tanto, alrededor de un tercio del saldo (36%) de la deuda del Gobierno Federal había sido emitida a través de este procedimiento, constituyendo la técnica individual más utilizada en el mercado alemán⁽²⁷⁾, y con una importancia que no ha disminuido en los últimos años.

Por el contrario, la utilización de la subasta como técnica exclusiva de

(27) Además de los dos instrumentos mencionados, por este procedimiento se emiten los "finanzierungs-schatze". En este caso, la única restricción en cuanto a los inversores es que no pueden ser adquiridos por las instituciones de crédito.

emisión de un instrumento es reducida, puesto que solo se aplica a los "bundesschatzanweisungen" (que cuentan con el 10% del saldo) y otros valores residuales. En los títulos emitidos por los fondos especiales del Gobierno Federal, es más habitual. La subasta es siempre la de precio múltiple o americana. Solo pueden participar directamente en esta los bancos incluidos en el Consorcio Federal de Bonos (que se comenta más tarde); el resto de agentes ha de realizar sus peticiones, competitivas y no competitivas, a través de estos.

Las pujas son únicamente en precio y no están limitadas en número. Estas se pueden transmitir por escrito, télex o fax a las Oficinas Principales del Bundesbank (que son los Bancos Centrales de los Landers, nueve), las cuales comunican a la sede central del Bundesbank en Frankfurt el resumen de las peticiones realizadas en cada lander (o agrupación de landers correspondiente⁽²⁸⁾: los nueve bancos centrales de los landers se corresponden con 16 landers en la Alemania unificada). La hora límite de recepción de peticiones por los bancos centrales de los landers es las 11.0 horas y los resultados son anunciados por el Bundesbank en torno a las 12/12.30 horas. Al igual que sucede con el papel tomado a través del sindicato, los bancos reciben una comisión, que varía con el plazo de emisión del instrumento⁽²⁹⁾.

Por último, la sindicación se utiliza en los instrumentos a más largo plazo -los "bund"- tanto del Gobierno Federal como de la Agencia Treuband. Este procedimiento parte de la existencia de un "consorcio" o "sindicato" de bancos que forman el Consorcio Federal de Bonos, que en los últimos años ha agrupado a poco más de un centenar de bancos: la última información

(28) Por tanto, no participan las sucursales del Bundesbank repartidas por toda Alemania. Además, hay una alta concentración de las peticiones en el banco central de la región de Frankfurt, del orden de tres cuartas partes o más, reflejando la condición de centro financiero alemán de esta ciudad.

(29) Se tiende a mantener la comisión pagada por el "bund" (7/8%) en otros instrumentos a largo plazo. En cambio, para el papel a corto plazo, emitido a descuento (finanzierungs-schätze) es de 0,25% para el plazo de un año y 0,5% para el de dos años.

disponible⁽³⁰⁾ indica 97. La cuota de cada miembro se establece según la participación, durante el período anterior a la revisión de las cuotas, en el tramo de subasta que sigue al de sindicación. La concentración de las cuotas es muy elevada: parece que 19 bancos suman cerca del 90% de las mismas. Este grupo de bancos forma un núcleo selecto denominado "Comité del Consorcio", que es el que lleva la negociación de la emisión con el Bundesbank. Los miembros del consorcio reciben una comisión de colocación de 7/8 de punto porcentual del nominal que les corresponda. La actuación del Bundesbank es clave, actuando como "lead manager" de la emisión.

Las tres técnicas concurren en el caso de la emisión del "Bund". El encadenamiento de las mismas podría ser descrito de la siguiente forma. El martes de la semana siguiente al anuncio de la emisión, representantes del Bundesbank, del Ministerio de Hacienda y del Comité del Consorcio se reúnen en la sede del Bundesbank en Frankfurt: el centro de la discusión es la definición del cupón⁽³¹⁾, del precio y del volumen de la emisión que será repartido entre los miembros del Consorcio. En relación con el volumen, es muy importante el hecho de que el Bundesbank, como banco agente del Gobierno, reservará una parte de la emisión para su oferta pública en el mercado bursátil, bien entendido que ello no significa que el banco central adquiere estos títulos: por el contrario, son registrados en la propia cuenta de valores del Gobierno Federal (autocartera). En caso de votación, a los miembros del Consorcio les corresponde un voto determinado por su cuota.

Una vez decididas las condiciones de la emisión, se hacen públicas inmediatamente a través de las agencias habituales y se convoca el segundo tramo de la emisión (la subasta) para el día siguiente, miércoles. Simultáneamente, el Bundesbank se dirige a cada uno de los miembros del Consorcio precisando el volumen de papel que le corresponde y el precio que habrá de pagar. La fecha valor de la emisión es D+2, el viernes.

(30) Aunque la revisión de la composición del sindicato no es frecuente, sí ha sido habitual en los últimos años la reducción del número de miembros como consecuencia de fusiones o absorciones bancarias.

(31) Salvo que se decida la reapertura de la emisión anterior.

Y, finalmente, el lunes siguiente comienza la tercera fase de la emisión: la puesta en circulación de la parte reservada para la oferta pública, a través de las ocho bolsas alemanas, que el Bundesbank gestiona por cuenta del Gobierno Federal.

La proporción del saldo emitido según cada procedimiento no es fija, sino que depende de las condiciones de mercado. Se tiende a un tercio por cada tramo. Precisamente, este es el principal aspecto con el que se justifica en medios oficiales la complejidad de la emisión del principal instrumento de financiación: que, en condiciones adversas del mercado, en las que la demanda de títulos es escasa, se cuenta con el sindicato y con un período de oferta pública, a la espera de que la situación mejore.

5. EL MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA PÚBLICA

El mercado secundario tiene dos tramos: el mercado bursátil, que es el oficial y en el que el Bundesbank lleva a cabo una intervención diaria muy activa, y el mercado "over the counter" (OTC), que es un mercado mayorista donde la cotización y contratación se realizan telefónicamente.

Se trata, por tanto, de dos ámbitos completamente separados en los que se ha tendido a una cierta especialización. El mercado bursátil recoge órdenes de importes relativamente pequeños, está considerablemente regulado y los grandes agentes no suelen participar. Por el contrario, el mercado OTC es un mercado interbancario, poco regulado y flexible, con un funcionamiento bastante sencillo, al que los participantes acuden a buscar los mejores precios.

5.1. El mercado OTC

No existen creadores de mercado ni, por tanto, mercado ciego. La posición oficial sobre la figura del creador de mercado es que ni es necesaria ni, posiblemente, beneficiosa, pues se argumenta que implica conceder privilegios discriminatorios a un grupo de entidades (se suele emplear el término inglés "close-shop" para definir el sistema de creadores de

mercado). En la práctica, una parte de la labor de los creadores de mercado es realizada por un reducido grupo de entidades bancarias⁽³²⁾ que, al mantener una elevada y diversificada cartera de negociación, son una buena referencia de la situación del mercado para el resto de los agentes y a los que piden u ofrecen precios.

En cuanto a la distribución de la contratación entre el mercado bursátil y el mercado OTC, no se dispone de información estadística. No obstante, por los comentarios de los especialistas se podría apuntar hacia una proporción de 1 a 9 por volumen de contratación, lo que indicaría que, a pesar de los esfuerzos oficiales por promover el mercado bursátil, este representa una cuota muy reducida. Por otra parte, el mercado OTC estaría dividido al 50% entre Londres y Alemania -fundamentalmente, Frankfurt-, según la opinión generalizada.

Por tanto, se está ante una fuerte deslocalización de la liquidez que tiende a segmentar el mercado. Se trata del mismo problema que presenta el mercado italiano, en este sentido. Se suele argumentar que es un resultado de la elevada participación de los no residentes en el mercado, lo que sin duda es una de las razones. Pero también podría argumentarse que la propia situación de la liquidez en el mercado de futuros empuja a esa situación de la negociación del subyacente: con una proporción de la negociación de los contratos de futuros sobre bonos alemanes entre Londres y Frankfurt de 7 a 3, aproximadamente, se repite el caso italiano. En definitiva, se puede volver a pensar que el anclaje de un mercado (el del subyacente o el de futuros) en un centro financiero tiende a atraer el otro.

Otra razón de peso que tiende a desplazar el mercado secundario OTC hacia Londres es la inclusión en el coeficiente de caja de la financiación captada por los bancos mediante la cesión temporal de los activos, debido al encarecimiento que ello supone: dado que las cesiones temporales hasta 30 días están sujetas a un coeficiente de caja del 5% y las de plazo superior al 2%, se estima que el coste para el banco cedente aumenta

(32) Entre estas entidades se encuentran los tres grandes bancos alemanes (Deutsche Bank, Dresdner Bank y Commerzbank).

del orden de 25 y 10 puntos básicos, respectivamente, lo que termina haciendo no competitivo el mercado de repos en Alemania. A la vista de la situación española (en concreto, del intenso uso que hacen los no residentes de las cesiones de títulos a las entidades gestoras), se puede afirmar que el coeficiente de caja lleva a las entidades alemanas a ofrecer contrapartida en Londres, en lugar de Frankfurt, lo que tiende a impulsar el mercado de títulos alemanes hacia el exterior. Si se recuerda que, hasta marzo de 1994, el coeficiente de caja aplicado a los pasivos "a la vista" del sistema bancario con no residentes era del 12% -y sin tener en cuenta los mayores tipos de mercado entonces existentes-, se puede aproximar un diferencial del coste de la financiación con repos entre Alemania y el euro-mercado, del orden de 60 puntos básicos⁽³³⁾ hasta aquella fecha. Por tanto, la permanencia en el tiempo de esta situación puede explicar buena parte de la "deslocalización" de la liquidez del mercado alemán de deuda pública.

También podría argumentarse que los creadores de mercado y un sistema de brokers que dan precios constantemente termina por facilitar la negociación, aunque solo sea porque se toman como precios de referencia para buscar telefónicamente los "mejores precios", lo que aumenta la transparencia y abarata el proceso de búsqueda. En fin, el movimiento que se está produciendo en los últimos meses, consistente en la instalación de los departamentos de capitales en Londres - abandonando Frankfurt- de grandes bancos alemanes hará persistir esta característica del mercado alemán de deuda pública en el futuro.

5.2. La actuación del Bundesbank en el mercado secundario

El mercado oficial de deuda pública es el mercado bursátil. Por tanto,

(33) Por otra parte, parece que otra fuente de utilización de las operaciones repo proviene de la considerable diferencia entre la fecha valor de las operaciones en el mercado alemán y en los centros internacionales Euroclear y Cedel: D+2 frente a D+7. La diferencia de cinco días dificulta considerablemente determinadas operaciones de arbitraje: por ejemplo, la liquidación de ventas de valores en el mercado interno (con entrega en dos días) mediante compras de valores depositados en Euroclear y Cedel (con entrega de valores en siete días), exige la adquisición temporal (por cinco días) de los valores. Este tipo de operaciones parece muy frecuente y se señala como un factor adicional a la localización del mercado de repos en Londres, que impulsa la del resto del mercado.

la organización del mismo es de gran importancia para entender este tramo del mercado de deuda pública y también puede servir para introducir algunos rasgos de la aproximación y condicionantes que las autoridades alemanas han tenido tradicionalmente hacia la regulación de los mercados. Por ello, en el capítulo 6, se dan algunos detalles sobre el mismo. Aquí se tratará el mercado bursátil en relación, únicamente, con la negociación de los valores públicos y con la actividad desarrollada por el Bundesbank en el mismo.

En el mercado bursátil, son admitidos a cotización todos los valores negociables del sector público. Los valores públicos son la principal fuente de actividad bursátil: en 1994, el 73 % de la negociación bursátil correspondió a valores públicos, concretamente a los emitidos por el Gobierno Federal⁽³⁴⁾. La negociación del resto de los valores públicos es más bien formal (en ese año, alcanzó una participación en el total del 0,3%). No es de extrañar, por tanto, que las autoridades (incluyendo las bursátiles) hagan grandes esfuerzos en promocionar la negociación de los valores públicos en este mercado.

Otro factor de gran relevancia para entender la intervención activa del Bundesbank en el mercado bursátil es que los emisores suelen disponer de una considerable autocartera. El origen de la misma es triple. Por un lado, el que el emisor (sobre todo, el Gobierno Federal, en el caso del "bund") se reserva una parte del papel emitido para su posterior oferta pública (al margen de la subasta o la venta via sindicato): se trata de valores registrados y emitidos, pero retenidos, que solo serán puestos en circulación a través del período de oferta pública en el mercado bursátil.

El segundo origen de la autocartera está relacionado con la gestión de tesorería de los emisores: venden o recompran sus valores según su situación. Esta estrategia podría ser resultado, al menos en parte, de las dificultades que crea para la gestión de tesorería la inexistencia de instrumentos a corto plazo, más fácilmente adaptables al perfil intraanual de los saldos de caja.

(34) Junto a los emitidos por los Ferrocarriles Federales Alemanes y la Oficina Federal de Correos. No obstante, en ambos casos tienen una participación en la negociación muy reducida.

En fin, en tercer lugar, las autoridades han tratado tradicionalmente de evitar cambios bruscos en los precios que repercutan negativamente en las posibilidades de los ahorradores de recuperar su inversión en títulos públicos, así como de ofrecer permanentemente contrapartida. Esta finalidad de reducir el riesgo de liquidez de la deuda a medio y largo plazo no parece que pueda ser demasiado importante en la actualidad, dada la integración y la profundidad existentes en los mercados.

En cualquier caso, el Bundesbank -en su condición de banco agente del gobierno- lleva a cabo una intervención diaria muy activa en el mercado bursátil de valores públicos⁽³⁵⁾, que es resultado de los tres factores anteriores, especialmente de los dos primeros.

La intervención del Bundesbank se concentra en la bolsa más importante, Frankfurt⁽³⁶⁾. A esta acuden cada día empleados del Bundesbank (del orden de siete u ocho, que se dividen por grupos de valores) con instrucciones sobre la posición neta compradora/vendedora que deben mantener, dados los objetivos de tesorería que se han definido en Bonn⁽³⁷⁾. Dependiendo de las ocasiones y de la situación del mercado, pueden pasar a ser prioritarias consideraciones sobre la necesidad de moderar los movimientos de precios, sobre todo, si estos tienden a caer bruscamente.

Es importante insistir en que la actuación del Bundesbank es siempre en representación del Ministerio de Hacienda, de forma que el resultado de estas intervenciones repercute, exclusivamente, en la cuenta propia de valores del emisor y en su cuenta de efectivo en el banco central. Además, el Bundesbank publica cada día el saldo neto de sus transacciones bursátiles.

(35) Junto con valores emitidos por el Gobierno Federal, el Bundesbank interviene con los emitidos por algunos fondos federales especiales, la Agencia Treuhand y las principales empresas públicas; no así con valores emitidos por los landers.

(36) No obstante, a las otras siete bolsas acuden representantes del Bundesbank que informan al responsable de estas operaciones en la bolsa de Frankfurt del desarrollo de la sesión.

(37) Estos objetivos parece que se definen mensualmente, siendo los responsables del Departamento de Crédito (Operaciones) del Bundesbank los que terminan concretándolos diariamente.

Por otra parte, la posición adoptada por el Bundesbank influye de forma importante en el "fixing" diario (puede verse capítulo 6) de los valores públicos contratados. Los precios fijados diariamente en el mercado bursátil se consideran oficiales y son la referencia obligatoria en la resolución de determinadas situaciones (por ejemplo, concursales) y contratos. En cambio, dada la enorme diferencia entre la negociación del mercado bursátil y del OTC, se puede considerar que estos "precios oficiales" son irrelevantes para el desarrollo de este último.

En fin, la actuación del Bundesbank en el mercado bursátil se realiza a través del sistema tradicional de corros. Por el contrario, no parece ser activo en el mercado bursátil electrónico (IBIS, descrito en el capítulo 6), salvo en operaciones de mercado primario, relacionadas con el tramo de la oferta pública de los "bunds", lo que es coherente con la finalidad del ámbito electrónico de negociación, que recoge solamente la treintena de emisiones más líquidas⁽³⁸⁾ y que suelen ser las últimas.

6. LOS MERCADOS BURSÁTILES

En este capítulo, se pretende introducir algunos aspectos importantes del mercado bursátil y del de futuros y opciones; también se trata de recoger las líneas básicas del sistema de depósito y custodia de valores, así como de la liquidación de los mercados. La agrupación de todos estos temas bajo el título de "mercados bursátiles" resulta extraña desde la óptica de países como España. Sin embargo, en el caso de los mercados financieros alemanes puede ser apropiada, porque todos ellos dependen, en un grado muy elevado, de la misma institución, la Deustch Börse AG.

(38) Aunque también se puede considerar que con ello se favorece el sistema bursátil tradicional, en el que están prioritariamente interesados los landers, ya que el sistema electrónico anula la distribución geográfica del mercado.

6.1 La Deustch Börse AG

Fue creada a finales de 1992 con la finalidad precisa de integrar en una sola institución la gestión del mercado bursátil tradicional, el mercado de opciones y futuros, el sistema de anotaciones en cuenta (único y común para valores de renta fija y variable) y el sistema de liquidación y compensación de las transacciones efectuadas en esos mercados.

La Deustch Börse AG es una empresa privada, sujeta al derecho público, cuya capital se distribuye de la siguiente forma (von Rossen y Walter, 1995): 81% del mismo es propiedad de los bancos alemanes (10% del total corresponde a bancos extranjeros con establecimiento en Alemania), 10% pertenece a las bolsas regionales alemanas y el 9% restante al conjunto de brokers que operan en los distintos ámbitos del mercado bursátil. En total, 234 bancos y 146 brokers son accionistas. A su vez, Deustch Börse AG es propietaria del 100% de la central de anotaciones en cuenta alemana, Deustcher Kassenverein y de la Deustche Terminbörse GMB (el equivalente a Meffsa en España), así como de otras instituciones menores y de sistemas relacionados con el funcionamiento de las anteriores. Además, organiza el funcionamiento de la bolsa de Frankfurt.

La creación de la Deustch Börse AG ha sido el paso más importante para la modernización y unificación de los mercados bursátiles alemanes, frente a la estructura tradicional consistente en los ocho ~~mercados~~ mercados regionales, en los que las autoridades políticas de los landers mantienen una notable influencia e interés⁽³⁹⁾.

6.2 El mercado bursátil al contado

Los miembros del mercado bursátil se suelen clasificar en tres categorías: bancos, brokers especialistas u oficiales (kurmakler) y otros brokers (freimakler).

(39) Las ocho bolsas regionales son: Frankfurt, Düsseldorf, Munich, Hamburgo, Berlín, Stuttgart, Hannover y Bremen. La creación de una novena bolsa está prevista en Leipzig. Salvo la primera, el resto está fuera de la influencia directa de la Deustche Börse AG, aunque todas ellas utilizan los servicios de depósito, custodia y compensación que gestiona y son propiedad de la misma, a través de otras sociedades.

Como una prueba más de la preponderancia que el sistema bancario tiene en la organización y funcionamiento de los mercados financieros alemanes, toda la contratación de valores en el mercado bursátil se ha de realizar a través de los bancos. La figura de las agencias de valores no existe en Alemania. Y los brokers señalados solo actúan entre los bancos miembros del mercado bursátil.

El mercado bursátil está dividido en tres ámbitos o áreas: el mercado oficial, el mercado regulado y el mercado libre. Las principales diferencias entre los tres consisten en los distintos grados de exigencia sobre los valores admitidos en cada segmento y sobre el sistema de formación de precios en cada uno de ellos.

En el **mercado oficial** se dan los mayores requisitos para la admisión a cotización de acciones (capital de la compañía, información detallada, etc.), por lo que solo las empresas más importantes cotizan en esta área del mercado. Además, la mayor parte de los valores públicos negociables se incluye en este ámbito "oficial". Por tanto, las intervenciones del Bundesbank en el mercado secundario de deuda pública se realizan en este segmento.

Una de las características más significativas del mercado oficial es la fijación de un "precio oficial" para los valores que cotizan en el mismo. Los brokers especialistas u oficiales (kurmakler) se organizan por grupos de valores (de ahí su denominación de especialistas). Son los encargados de la fijación del precio oficial, a partir de las órdenes de compra y venta que van recibiendo directamente de los corros o a través de un terminal de ordenador conectado con los bancos, a lo largo de la sesión, hasta las 12 h.⁽⁴⁰⁾. El precio oficial diario de cada valor es el que daría lugar a la casación del mayor volumen de operaciones. Todas las transacciones que impliquen menos de 50 acciones o, en el caso de la

(40) Después de las 12 h., una vez fijado el precio oficial y hasta el fin de la sesión, a las 13.30 h., el kurmakler anotará las transacciones al precio fijado (o, en su caso, al precio individual o variable que acuerden las partes contratantes, como a continuación se señala).

renta fija, menos de 1 millón de marcos, se realizan al precio oficial y único establecido por el kurmakler⁽⁴¹⁾. Por el contrario, transacciones de importes mayores pueden realizarse a precios "variables" o no oficiales.

El **mercado regulado** ha sido establecido más recientemente, en 1987, con objeto de facilitar el acceso al mercado bursátil de las empresas más pequeñas o que no desean revelar la detallada información que se exige para cotizar en el mercado oficial. A este mercado corresponden los "otros" brokers (denominados freimakler, o brokers no oficiales, o libres). Esta categoría de miembros del mercado sí se ajusta al término inglés: son, por tanto, comisionistas a los que los bancos encargan la realización de sus operaciones. Finalmente, el **mercado no oficial** es la tercera área del mercado bursátil, destinada a empresas que no han sido admitidas en los dos primeros ámbitos y, a pesar de su nombre, la negociación se organiza como en el primer ámbito⁽⁴²⁾.

Finalmente, la Deutsche Börse AG estableció en 1991 un cuarto ámbito de negociación bursátil denominado IBIS (cuya traducción sería Sistema Integrado de Información y Negociación Bursátiles), como una parte o extensión de la bolsa de Frankfurt. Se trata de un sistema electrónico, de pantallas, en el que se negocian los principales valores de renta variable y las más recientes y líquidas emisiones de títulos públicos (unas treinta en este último caso, que van saliendo conforme se va reduciendo su liquidez, siendo sustituidas por referencias importantes recién emitidas).

Todos los miembros del sistema bursátil de corros pueden serlo del sistema electrónico, lo que les permite introducir órdenes de compra/venta que tienen el carácter de firme; por tanto, pueden ser agredidas por otro miembro inmediatamente. La negociación es anónima, de forma que las partes contratantes no conocen el nombre de su contrapartida hasta que, al final del día, el sistema confirma a cada una las transacciones

(41) Por tanto, el kurmakler no es un mero broker: además de la fijación del precio, se diferencia de la figura anglosajona en que puede, "marginamente", incluir valores de su propia cartera en las transacciones al precio oficial. El nombramiento de los kurmaklers lo realizan los gobiernos del lander al que pertenece la bolsa.

(42) A menudo, a este ámbito bursátil se le denomina "OTC", lo que lleva a confusión, pues nada tiene que ver con el mercado extrabursátil.

realizadas. El sistema IBIS opera desde las 8,30 h. a las 17 h., y la liquidación de las operaciones con bonos públicos puede tomar -de forma opcional y excepcional- valor D+7, para facilitar la operativa de (o con) no residentes. En fin, se trata de un sistema que trata de recuperar para el mercado bursátil parte de las grandes operaciones que tienden a realizarse en el mercado OTC, para lo que se ha facilitado la conexión al mismo, incluso desde Londres. No parece que pueda afirmarse que ha conseguido este objetivo; en cambio, se ha convertido en el segundo mercado bursátil más importante de Alemania, después de Frankfurt.

6.3 DTB y la competencia de Liffe

El origen del mercado alemán de futuros y opciones se remonta a 1988, año en el que se fundó en Frankfurt la Deutsche Terminbörse GmbH (DTB), por 17 entidades bancarias, bajo la normativa que regula los mercados bursátiles. Comenzó a operar en enero de 1990 y, en diciembre de 1992, fue absorbida por Deustch Börse AG. Como diferencia básica respecto de la organización del resto de mercados bursátiles alemanes - a excepción del IBIS-, el de futuros y opciones es un mercado electrónico. En medios oficiales y del propio mercado, se tiende a sostener que el mercado DTB es el más moderno y potencialmente eficiente de Europa. A continuación, se dan algunos detalles de su funcionamiento.

El sistema electrónico de negociación de la DTB muestra a los participantes los mejores precios de oferta y demanda; además, les permite obtener información adicional sobre otras posiciones; y casa automáticamente las órdenes introducidas dando prioridad a los mejores precios y, en caso necesario, discriminando según el momento en que fueron introducidas.

Hay dos clases generales de miembros del mercado: creadores de mercado y negociantes (por cuenta propia o ajena). También, mostrando otra distinción en relación con el resto de los mercados financieros alemanes, aparece la figura del creador de mercado, que trata de mantener la liquidez en todo momento. En cuanto a la liquidación, se distinguen tres clases de miembros del mercado: miembros liquidadores generales, miembros liquidadores por cuenta propia y no liquidadores; los miembros

no liquidadores han de perfeccionar sus transacciones a través de los primeros. Por tanto, se reproduce la clasificación de Meffsa.

Pero, a pesar de las características del mercado DTB y también de las intenciones de los bancos alemanes de favorecer el mercado alemán de futuros frente a Liffe, tras cinco años de funcionamiento del mercado alemán, la negociación del futuro sobre el "bund" se concentra en Londres en una proporción de 7 a 3. En cambio, DTB ha conseguido un notable éxito en el mercado de opciones, donde es el mercado europeo con mayor volumen de negocio.

En los últimos tiempos, DTB está protagonizando un interesante intento de hacer frente a la competencia de Liffe. Básicamente, se trataría de interconectar diversos mercados nacionales de futuros (como Matif, e incluso Meffsa): los miembros de estos mercados podrían contratar futuros alemanes. El objetivo es aumentar la liquidez del mercado. Esta conexión ya se ha realizado con Matif, de forma que los contratos de DTB pueden ser negociados por miembros de este último mercado. También DTB ha solicitado a las autoridades británicas autorización para instalar pantallas en Londres, sin haber recibido aún respuesta (puede verse Euromoney, julio, 1995).

La estrategia de los rectores de DTB podría analizarse bajo la distinción entre localización de la industria financiera y localización de la liquidez de los mercados: dado que la posición de Londres en el primer sentido parece incuestionable, se trataría de atraer, al menos, la negociación al propio mercado nacional. En este sentido, se podría esperar que la Directiva de Servicios de Inversión consolidara a Londres como centro financiero, pero -si la estrategia de los responsables de DTB tiene éxito-, en cambio, se abriría la posibilidad de recuperar para los mercados nacionales parte de la negociación que se realiza en Liffe. En realidad, la estrategia de DTB no es única. Exactamente, esto se ha hecho con la negociación en el mercado italiano de bonos: recientemente, los reguladores del mismo han autorizado y promovido la conexión al mercado telemático de bancos de inversiones establecidos fuera de Italia.

Como justificación de la mayor cuota de Liffe en el mercado de futuros

sobre el "bund", en ocasiones, se argumenta que los mercados de corros terminan funcionando mejor. Sin embargo, este argumento no parece válido por la propia experiencia del mercado de futuros español: también Meffsa, como DTB, es un mercado electrónico y, sin embargo, el contrato del futuro sobre el bono español fue cancelado en Liffe. Comparando estos tres mercados, dos argumentos explicarían los diferentes resultados de DTB y Meffsa en este sentido: que Meffsa lanzó el contrato sobre el bono español antes que Liffe y que la mayor liquidez del mercado subyacente se encuentra en España, no en Londres. Ambos elementos resultan contrarios a lo que ocurre en el mercado del "bund". En fin, se puede traer el caso del mercado francés, Matif, que es similar a la situación y resultados obtenidos por Meffsa, y el mercado italiano, Mif, que, por el contrario, corresponde al caso de DTB⁽⁴³⁾.

6.4 Central de anotaciones y liquidación de las operaciones

Por último, en este epígrafe se hace una breve referencia sobre la organización del sistema de anotaciones en cuenta y de los mecanismos de liquidación de las operaciones en los mercados financieros.

La central de anotaciones alemana se denomina Deutscher Kassenverein (en adelante, DKV) y es propiedad de Deutsche Börse AG, como se ha señalado anteriormente. Por tanto, es una institución privada -sujeta al derecho público- lo que la distingue de sus homólogas en España, Italia o Reino Unido, que pertenecen a los bancos centrales respectivos; y es similar a una de las dos centrales de anotaciones francesas (Sicovam), aunque la planeada fusión de Saturne y Sicovam implicará una importante toma de participación del Banco de Francia en esta última, que dejaría a DKV como caso único -por su carácter totalmente privado- entre los cinco países comparados.

(43) Por otra parte, recientemente, en el vencimiento del contrato de marzo de 1995 se han producido serias deficiencias en la entrega del subyacente (Euromoney, 1995). Los especialistas señalan como causa del mismo que ciertos operadores prefirieron no hacer efectiva la entrega en el momento del vencimiento del contrato -y asumir las penalizaciones correspondientes-, ya que la situación del mercado del subyacente permitía la obtención de beneficios superiores. En consecuencia, se ha elevado la penalización a 1.000 marcos por contrato y día de retraso, además de la reducida penalización anterior, calculada como una tasa de interés (la del tipo lombardo más un punto porcentual).

La organización de DKV refleja su carácter de institución bursátil: tiene oficinas en siete de las ocho ciudades con bolsa, estando la central en Frankfurt; no obstante, todas las oficinas procesan las transacciones que le han sido comunicadas por los bancos de "su" área geográfica a través del mismo sistema informático. Solamente las entidades bancarias pueden tener cuenta en la central. La condición jurídica de DKV es la de un banco especializado, por lo que cae bajo la supervisión de la Oficina Federal de Supervisión Bancaria (en Alemania, esta función no corresponde al Bundesbank). Y, como entidad bancaria, dispone de una cuenta de efectivo en el banco central. Otra característica que la separa de las centrales de anotaciones de otros países y la asemeja a las francesas es que registra y custodia valores tanto públicos como privados: el 98% de los bonos (públicos⁽⁴⁴⁾ o bancarios) y el 70% de las acciones en circulación.

El sistema de entrega contra pago aplicado por DKV tiene un ligero matiz: la transferencia de los valores se anticipa a la del efectivo (aunque sea justificado por motivos "meramente operativos"). La liquidación de las operaciones se realiza a través de las oficinas correspondientes de DKV; y el lado del efectivo, entre estas y las cuentas de los bancos liquidadores en los bancos centrales de los *landers* (por tanto, no directamente en sus cuentas en el Bundesbank).

Un rasgo interesante del sistema de liquidación es la exigencia de que

(44) Para los valores emitidos por el Gobierno Federal, existe una institución importante denominada Registro Federal de la Deuda, con sede en Bad Homburg, cerca de Frankfurt, que tiene en la práctica dos funciones importantes. Por un lado, en el mercado primario, la anotación de una emisión se realiza previamente en el Registro Federal. Y, posteriormente, se transfiere a DKV con instrucciones precisas sobre la asignación de los valores a los miembros de la misma, incluyendo la cuenta del Bundesbank en DKV (normalmente, se trata de los valores correspondientes a la autocartera del Gobierno Federal, por lo que entrarían en la "cuenta de terceros" del banco central). En segundo lugar, y esta es, en la práctica, su función principal, el Registro Federal de Deuda gestiona una especie de sistema de "cuentas directas" que permite a todo tipo de inversores mantener, en cuentas individuales propias, sus valores. El incentivo para elegir cuenta en el Registro Federal, y no en un banco, es el ahorro de las comisiones bancarias, pues el Registro ofrece sus servicios gratuitamente. Como datos orientativos, se puede señalar que el Registro tiene en torno a un millón de cuentas individuales y que emplea a unos 410 funcionarios.

los bancos que tengan una posición neta deudora de efectivo al final del día, habrán de tener la suficiente cobertura en su cuenta en el Bundesbank a las 12 h. (Bundesbank, 1995, "The link between..."). Esta cobertura se puede obtener, simplemente, con sus activos de caja, o bien mediante crédito intradiario colateralizado con valores depositados en el mismo ("lombard giro overdraft"); si la posición neta deudora se mantiene al final del día, el banco en cuestión utilizará el conocido préstamo diario lombardo. Este elemento de seguridad introducido en el proceso de liquidación se refuerza con el hecho de que el Bundesbank, a través de sus oficinas, ejecutará las órdenes de adeudo emitidas por DKV a las 13 h. Cuando todas las posiciones deudoras han sido cubiertas, el Bundesbank abona a los miembros liquidadores que corresponda su posición neta acreedora.

Otro elemento interesante del funcionamiento de DKV es el sistema de préstamo de valores para la resolución de incidencias. Este sistema, que lleva funcionando varios años, es similar al instalado recientemente por la Central de Anotaciones española. Se trata de la constitución de un grupo de prestamistas, cuyos préstamos están asegurados por un sindicato de bancos. DKV gestiona el sistema transfiriendo los valores al prestatario y tomando las garantías correspondientes. Este mecanismo es distinto del préstamo bilateral de valores entre bancos (que se realiza al margen de DKV), como se ha señalado en el capítulo correspondiente al mercado monetario.

Por último, es de destacar que DKV mantiene vínculos directos con otros centros de depósito y custodia, públicos y privados, en otros países. Por un lado, residentes alemanes pueden tener valores extranjeros en otros países, a través de la cuenta de valores de DKV en otras centrales nacionales: concretamente, en Holanda (NECIGEF), Austria (OEKB), Suiza (SEGA) y Francia (SICOVAM). Por otro, centrales de anotaciones extranjeras tienen cuenta de valores alemanes en DKV, a través de una central intermediaria propiedad de DKV (Deutscher Auslandskassenverein, AKV), ya que, legalmente, no pueden tener cuenta directa: a su vez, AKV es miembro de DKV. Las centrales extranjeras que tienen cuenta en DKV a través de AKV son las siguientes: Euroclear, CEDEL, CIK (de Bélgica), JSCC (de Japón) y Monte Titoli (Italia).

CUADRO 1
INDICADORES ECONÓMICOS
ALEMANIA ⁽¹⁾

INDICADORES ECONÓMICOS	1989	1990	1991	1992	1993	1994
NECESIDADES DE FINANCIACIÓN DE LAS AAPP (% sobre el PIB)	0,1	-2,1	-3,2	-2,6	-3,3	-2,9
DEUDA DE LAS AAPP PÚBLICA (% sobre el PIB)	43,2	43,8	42,1	44,8	48,1	51,0
SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTES (% sobre el PIB)	4,8	3,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2
DEFICITARIO PIB (Tasa de Variación)	2,4	3,2	3,9	5,5	3,9	2,2
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO (Tasa de variación)	2,8	2,7	3,5	4,0	4,1	3,0
TASA DE PARO (% sobre la población activa)	5,6	4,8	4,2	4,6	6,1	6,9
COSTES LABORALES UNITARIOS (Tasa de variación)	1,0	2,0	3,8	5,6	3,4	-1,0
TIPOS DE INTERÉS A 1 DÍA EN EL MERCADO INTERBANCARIO (%)	6,6	7,9	8,8	9,4	7,4	5,2
RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA CON VENCIMIENTO A 3 AÑOS (%)	7,1	8,9	8,9	8,3	6,0	6,1
RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA CON VENCIMIENTO A 10 AÑOS (%)	7,1	8,9	8,6	7,8	6,5	6,9
ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL DEL MARCO ⁽²⁾	100,7	100,0	100,3	100,2	101,3	100,9
ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL DEL MARCO ⁽²⁾	101,1	100,0	100,5	101,5	104,8	105,3

(1) A partir de 1991, los datos incluyen a la antigua RDA.

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

FUENTE: Cuentas Financieras de la Economía Española (1985-1994), Banco de España.

CUADRO 2

RIQUEZA FINANCIERA DE LAS FAMILIAS⁽¹⁾

(Datos a fin de 1993)

CONCEPTOS	ALEMANIA (%)	ESPAÑA (%)	FRANCIA (%)
ACTIVOS FINANCIEROS	100	100	100
- EFECTIVO Y DEPÓSITOS TRANSFERIBLES	9,7	16,3	7,8
- OTROS DEPÓSITOS	40,2	43,4	22,7
- VALORES A CORTO PLAZO ⁽²⁾	0,3	1,9	0,2
- BONOS Y OBLIGACIONES	17,7	2,0	4,7
- VALORES DE RENTA VARIABLE	1,9	12,3	29,6
- PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN	(4)--	12,4	15,3
- RESERVAS TÉCNICAS DE SEGURO	21,8	10,5	14,9
- OTROS ACTIVOS	8,2	1,1	4,6
PROMEMORIA			
- RELACIÓN ACTIVOS/PASIVOS	11,9	2,1	3,2
- RELACIÓN (ACTIVOS/FIB)*100	131	127	168
- RELACIÓN (PASIVOS/FIB)*100	11	55	52

(1) En Francia y España, incluye las empresas individuales e instituciones privadas sin fines de lucro. En Alemania, solo estas últimas.

(2) Títulos del Mercado Monetario.

(3) Denominadas en moneda nacional y en divisas.

(4) En el caso de Alemania, las participaciones en fondos de inversión se incluyen en "Otros Activos".

FUENTES: Cuentas Financieras de la Economía Española (1984-1993), Banco de España, Deutsche Bundesbank y Tableaux d'Opérations Financières Annuels, Banque de France.

CUADRO 3

ADQUISICIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS
POR LAS FAMILIAS^(*). EVOLUCIÓN

	En %					
	ALEMANIA					
	OESTE			ESTE		
	1950-9 ⁽¹⁾	1960-9	1970-9	1980-9	1990-2	1991-2
DE LOS BANCOS ⁽²⁾						
- Efectivo y depósitos a la vista	59,2	56,5	53,9	38,5	33,2	65,8
- Depósitos a plazo	14,6	9,6	8,0	6,6	10,8	5,5
- Bonos bancarios	1,9	1,0	4,9	8,5	19,4	36,7
- Depósitos de ahorro	-	1,1	7,5	7,8	3,5	7,6
SOCIEDADES DE CRÉDITO HIPOTECARIO Y OTRAS	42,7	44,9	33,5	15,6	-0,6	16,0
COMPAÑÍAS DE SEGURO Y FONDOS DE PENSIONES PRIVADAS	7,8	8,6	7,4	1,4	1,4	13,1
VALORES	14,4	15,9	16,9	27,6	25,0	0,0
- Bonos ⁽³⁾	6,7	13,7	14,6	23,1	32,8	21,1
- Acciones ⁽³⁾	4,7	9,5	13,8	22,3	33,3	20,4
OTROS ACTIVOS ⁽⁴⁾	2,0	4,1	0,8	0,9	-0,5	0,7
TOTAL	11,9	5,3	7,2	9,3	7,7	-
	100	100	100	100	100	100
PROPORCIÓN						
Adquisición de activos financieros ⁽⁵⁾	8,1	11,1	13,5	11,4	13,0	12,2

(*) Incluye organizaciones privadas sin ánimo de lucro.

(1) Antigua República Federal Alemana, excepto Saarland y Berlín-Oeste.

(2) Dentro y fuera de Alemania.

(3) Incluye las participaciones en fondos de inversión, dentro y fuera de Alemania.

(4) La principal partida son derechos procedentes de la aportación de los promotores a los fondos de pensiones de las empresas.

(5) Como porcentaje de la Renta Disponible.

FUENTE: Deutsche Bundesbank.

CUADRO 4

INVERSORES EN LOS MERCADOS DE VALORES⁽¹⁾

GRUPOS DE INVERSORES	en DM. Datos a fin de año			
	1970	1980	1990	1994
FAMILIAS				
- Bonos	35,1	150,2	381,6	704,7
- Títulos Mercado Monetario	0,0	2,8	10,1	7,8
EMPRESAS				
- Bonos	10,4	24,2	98,2	133,6
- Títulos Mercado Monetario	0,1	0,7	10,6	4,3
COMPañÍAS DE SEGUROS				
- Bonos	16,9	59,3	127,3	208,6
- Títulos Mercado Monetario	-	-	-	0,5
FONDOS DE INVERSIÓN⁽²⁾				
- Bonos	4,2	27,9	153,0	266,7
- Títulos Mercado Monetario	-	-	-	0,7
NO RESIDENTES⁽³⁾				
- Bonos	5,0	22,5	206,3	658,0
- Títulos Mercado Monetario	2,5	2,5	3,8	5,6

(1) Los bonos valorados a tipos de mercado.

(2) Excluyendo los fondos a corto plazo.

(3) Activos financieros adquiridos en Alemania.

FUENTE: Deutsche Bundesbank.

CUADRO 5
VALORES DE RENTA FIJA

Valores nominales, mm de DM, a fin de año

EMISOR/ CLASE DE VALOR	1980	1990	1994
INSTITUCIONES DE CRÉDITO			
- A tipo fijo	393,2	805,0	1.214,9
- A tipo variable	-	53,8	123,4
- Cupón-cero	-	26,9	9,0
- En moneda extranjera ⁽¹⁾	-	7,2	60,3
SECTOR PÚBLICO			
- A tipo fijo ⁽²⁾	130,7	552,5	1.140,8
- A tipo variable	-	12,2	96,3
- Cupón-cero	-	0,5	1,4
EMPRESAS NO BANCARIAS			
- A tipo fijo	4,6	2,6	2,7
- A tipo variable	-	-	0,3
- Cupón-cero	-	-	0,0
- En moneda extranjera	-	-	0,2

VALORES DEL MERCADO MONETARIO⁽³⁾

Valores nominales, mm de DM, a fin de año

EMISOR/ CLASE DE VALOR	1980	1990	1994
INSTITUCIONES DE CRÉDITO			
- Valores a corto plazo	20,1	8,1	25,0
- Bonos bancarios	1,1	13,3	15,9
SECTOR PÚBLICO			
- Papel a descuento	-	19,5	2,4
- Financiación del Tesoro	-	12,9	11,1
- Otro	-	-	0,4
EMPRESAS NO BANCARIAS			
- Pagarés	-	-	6,0
OTRO			
- Papel a descuento del Bundesbank	-	-	4,9

- (1) Incluyendo bonos de cupón-cero y valores a tipo variable denominados en moneda extranjera.
 (2) Incluyendo valores emitidos al descuento y financiación del Tesoro con vencimientos entre uno y dos años.
 (3) Valores emitidos a un año o menos.

FUENTE: Deutsche Bundesbank

CUADRO 6

**MERCADOS DE BONOS. SALDOS A FINALES DE 1993
COMPARACIÓN INTERNACIONAL**

PAÍSES	SECTORES		TOTAL		FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS (1)
	PÚBLICO	PRIVADO	Billones de DM	En % del PIB	
Estados Unidos	10,0	5,9	15,9	146	16
Japón	4,6	2,7	7,3	100	4
Alemania	1,1	1,3	2,4	85	1
Italia	1,6	0,5	2,1	134	2
Francia	0,7	1,2	1,9	92	1
Reino Unido	0,6	0,5	1,1	69	4
Canadá	0,9	0,2	1,1	120	6

(1) Refleja la participación de la emisión de bonos en la financiación del sector empresarial, para el período 1981 a 1993.

FUENTE: BIP y OCDE. Tomado de Bundesbank, Monthly Report (1995, abril).

CUADRO 7

ESTRUCTURA DE ENDEUDAMIENTO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

(Diciembre 1994)

En %

	GOBIERNO FEDERAL	LANDERS	AYUNTAMIENTOS	FONDOS FEDERALES ESPECIALES	TOTAL
VALORES	96,0	23,5	0,3	35,2	54,2
Sin rendimiento explícito	2,2	1,3	0,0	1,6	1,2
A medio plazo	9,4	18,9	1,1	4,8	10,3
Bonos Especiales Federales (5 años)	25,5	2,0	0,1		11,0
Bonos Federales de Ahorro	8,3	2,1	1,0		3,6
Otros Valores (1)	50,5	4,6	0,3	28,7	28,1
CRÉDITO BANCARIO Y OTROS	2,3	73,5	96,4	35,3	38,7
OTRA DEUDA	1,7	3,0	3,3	29,5	7,1
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Se trata, sobre todo, de bonos en el tramo de 8 a 12 años: en el caso del Gobierno Federal, el conocido como "bund".

FUENTE: Deutsche Bundesbank.

CUADRO 8
(Primera parte)

**DISTRIBUCIÓN POR INSTRUMENTOS
DEUDA PÚBLICA DEL GOBIERNO FEDERAL**

		1955	1960	1965	1970	1975	1980	1985
A	VALORES							
A.1	A MEDIO Y LARGO PLAZO							
	Bundesanleihen ("Bund")	794 100,0%	2.800 77,9%	6.719 70,3%	8.370 31,0%	18.615 20,6%	43.403 19,9%	92.050 24,3%
	Bundesschatzbriefe ("Bobl", a 5 años)	-	-	-	-	-	9.088 4,2%	73.713 19,3%
	Bundesschatzanweisungen (entre 2 y 7 años)	-	794 22,1%	1.017 10,6%	2.900 10,7%	5.585 6,2%	18.199 8,4%	15.473 4,0%
	Bundesschatzbriefe (no negociables, personas físicas e inst. sin fin lucro)	-	-	-	575 2,1%	9.862 10,9%	24.083 11,1%	25.921 6,8%
A.2	A CORTO PLAZO (entre 1 y 2 años)							
	Finanzierungs-Schätze	-	-	-	-	123 0,1%	2.818 1,3%	3.525 0,9%
	Otros	-	-	-	-	-	-	-
	Unverzinsliche Schatzanweisungen	-	-	-	1.700 6,3%	11.431 12,6%	3.145 1,4%	5.757 1,5%
	TOTAL VALORES	794 100,0%	3.594 100,0%	7.736 80,9%	13.545 50,1%	45.616 50,4%	100.736 46,3%	217.239 56,8%
B	SCHULDSCHREIBEN (Préstamos)	-	-	1.827 19,1%	13.478 49,9%	44.944 49,6%	117.022 53,7%	165.458 43,2%

FUENTE: Deutsche Bundesbank.

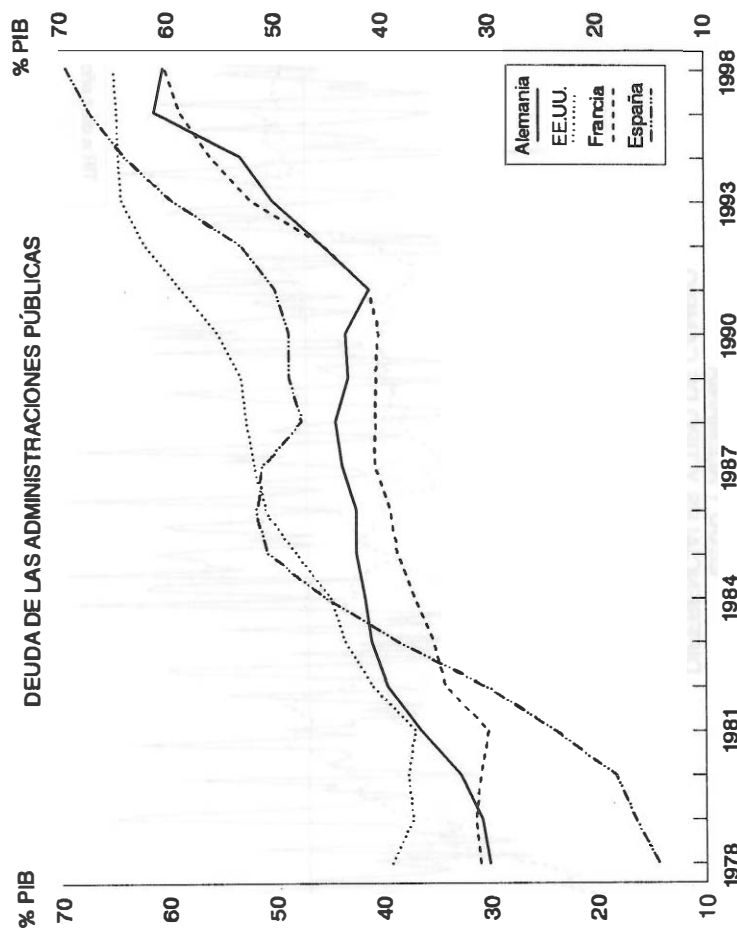
CUADRO 8
(Segunda parte)

DISTRIBUCIÓN POR INSTRUMENTOS
DEUDA PÚBLICA DEL ESTADO FEDERAL

		1989	1990	1991	1992	1993	1994
A	VALORES						
A.1	A MEDIO Y LARGO PLAZO						
	Bundesanleihen ("Bund")	210.100 41,2%	246.400 45,1%	272.600 46,2%	288.800 46,3%	333.500 47,4%	369.500 50,7%
	Bundessobligationen ("Bobl", a 5 años)	97.262 19,9%	130.563 23,9%	139.473 23,7%	168.908 27,1%	198.546 28,2%	187.884 25,8%
	Bundesschatzanweisungen (entre 2 y 7 años)	43.367 8,9%	38.762 7,1%	51.418 8,7%	53.818 8,6%	62.950 8,9%	71.074 9,8%
	Bundesschatzbriefe (no negociables, personas físicas e inst. sin fin lucro)	33.336 6,8%	30.892 5,7%	34.696 5,9%	35.415 5,7%	46.092 6,6%	59.334 8,1%
A.2	A CORTO PLAZO (entre 1 y 2 años)						
	Finanzierungs-Schätze	7.830 1,6%	18.213 3,3%	18.649 3,2%	23.819 3,8%	22.903 3,3%	14.576 2,0%
	Otros	-	-	11.772 2,0%	10.922 1,7%	9.222 1,3%	7.472 1,0%
	Unverzinsliche Schatzanweisungen	3.993 0,8%	1.281 0,2%	1.283 0,2%	457 0,1%	372 0,1%	1.292 0,2%
	TOTAL VALORES	386.918 79,2%	466.111 85,3%	529.891 89,9%	582.139 93,3%	673.585 95,8%	711.132 97,6%
B	SCHULDSCHREIDANLEGEN (Préstamos)	101.859 20,8%	80.405 14,7%	59.758 10,1%	42.005 6,7%	29.884 4,2%	17.414 2,4%

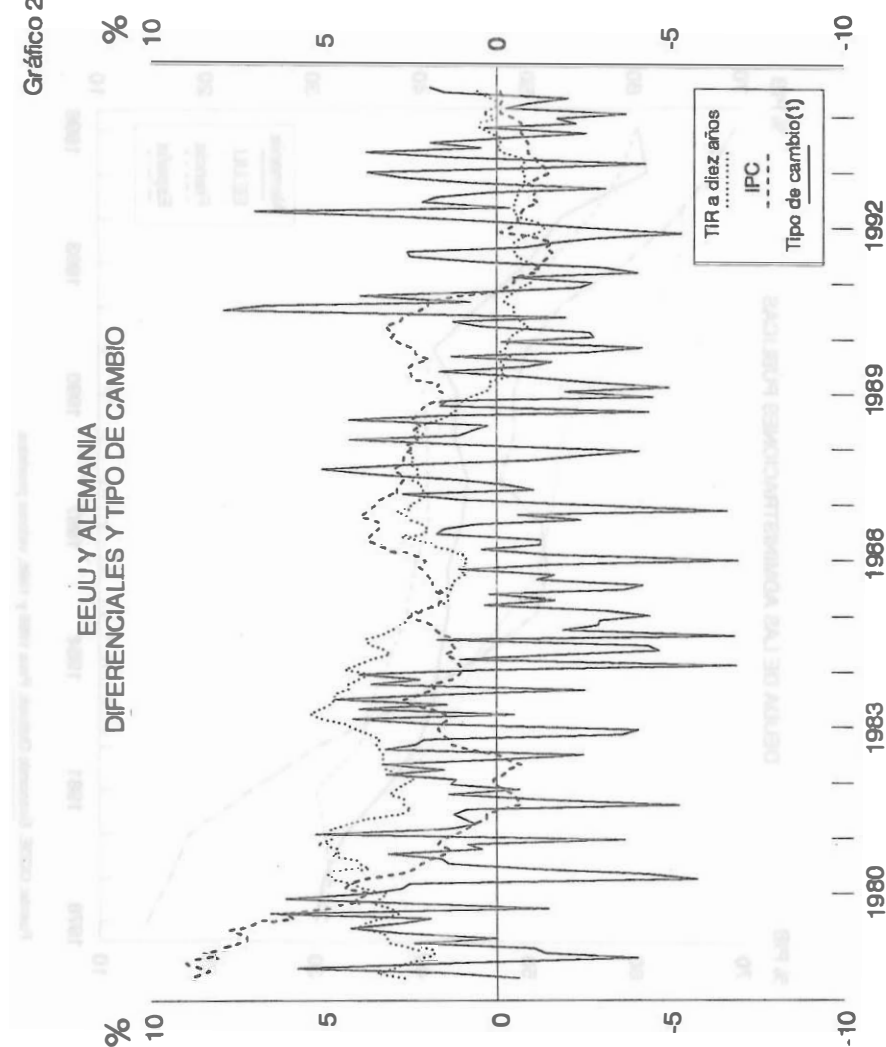
FUENTE: Deutsche Bundesbank.

Gráfico 1



Fuente: OCDE. Economic Outlook. Para 1995 y 1996, valores previstos.

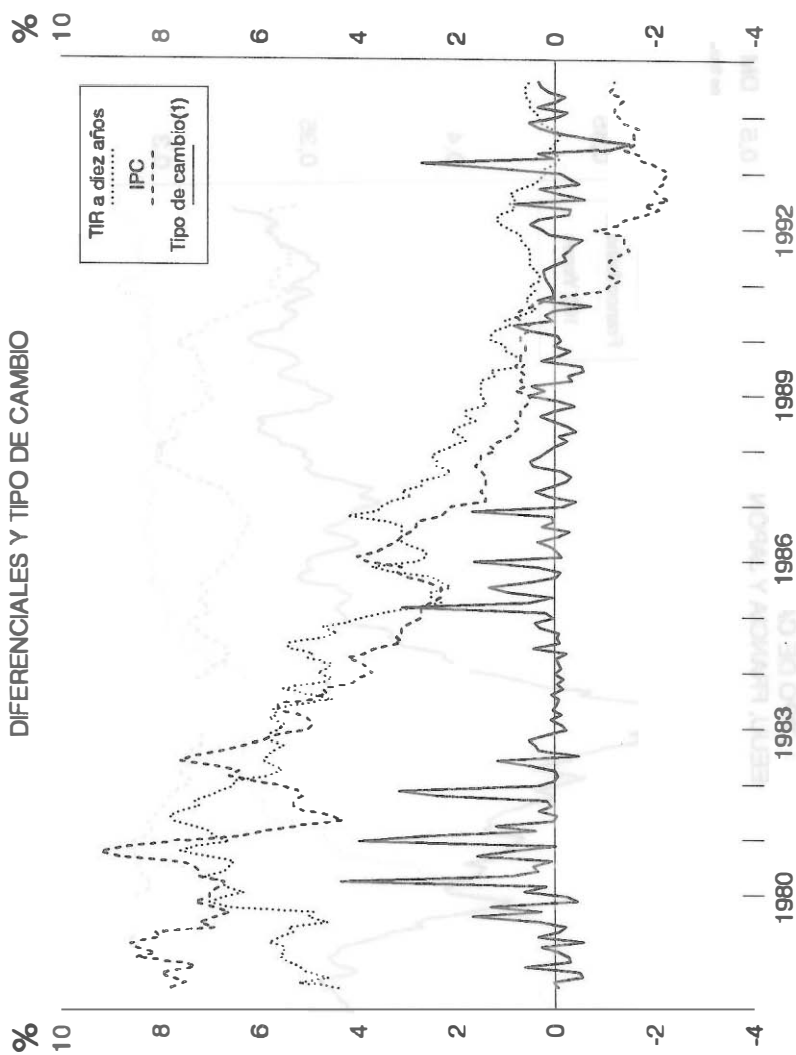
Gráfico 2



(1) Tasa de variación mensual del tipo de cambio US\$/DM.

Gráfico 3

FRANCIA Y ALEMANIA
DIFERENCIALES Y TIPO DE CAMBIO



(1) Tasa de variación mensual del tipo de cambio FF/DM.

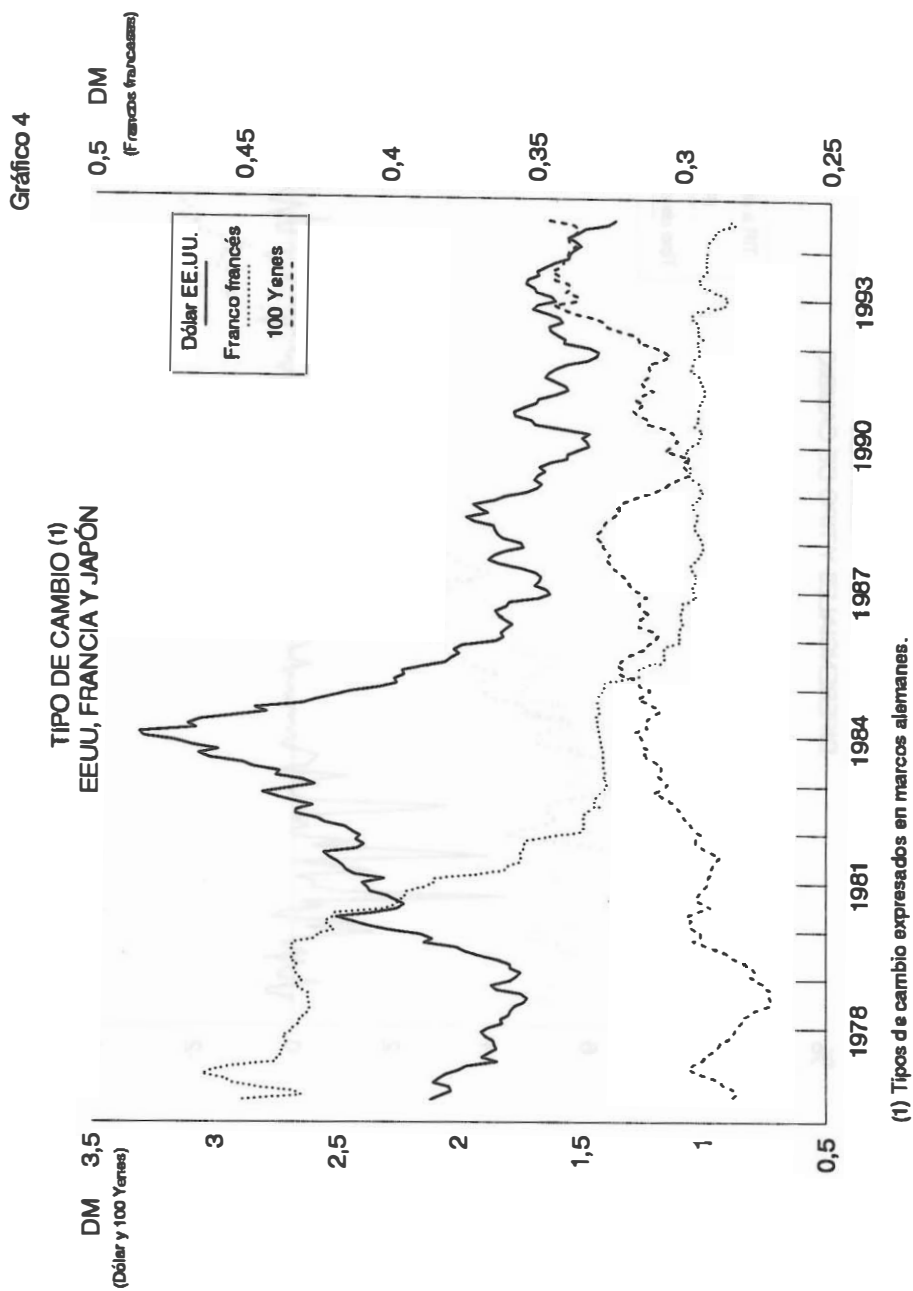
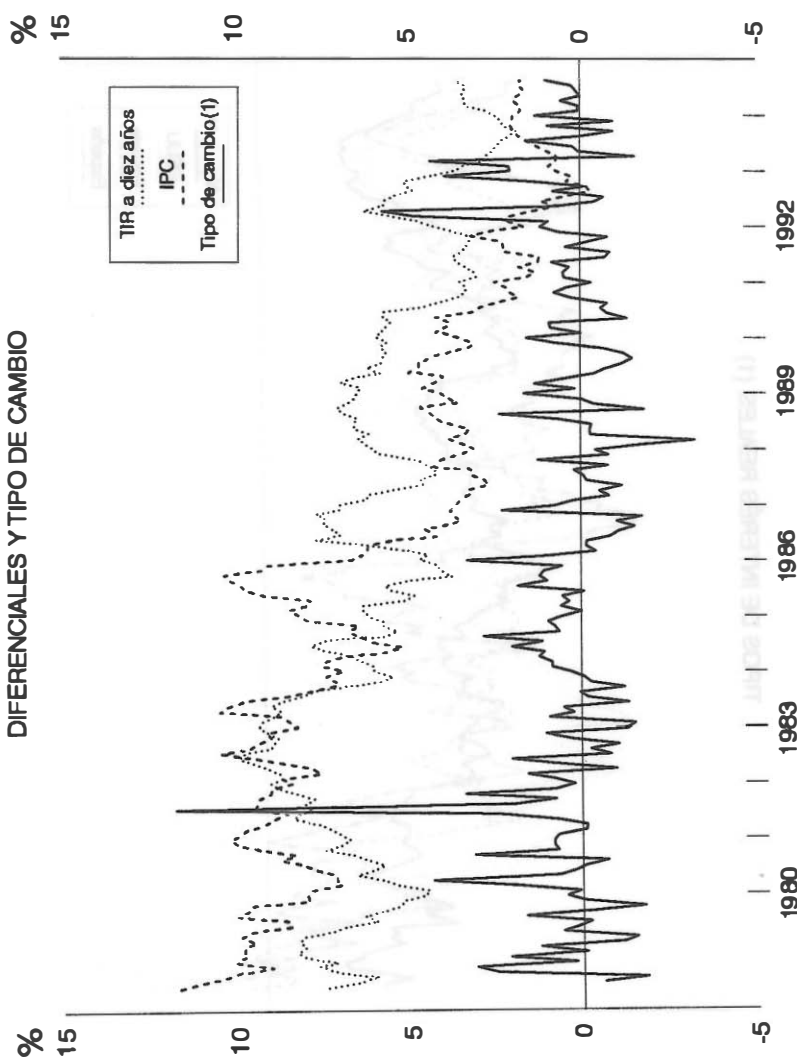


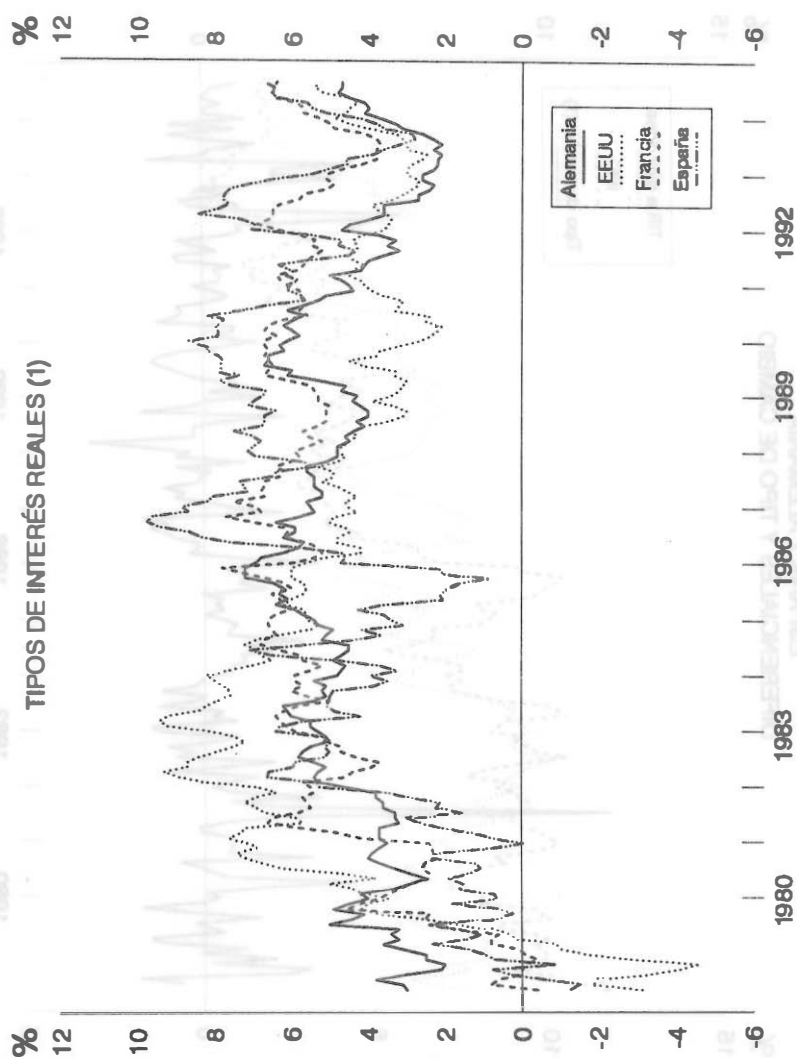
Gráfico 5

ESPAÑA Y ALEMANIA
DIFERENCIALES Y TIPO DE CAMBIO



(1) Tasa de variación mensual del tipo de cambio PTA/DM.

Gráfico 6



(1) TIR del bono a 10 años menos IPC.

**MERCADO DE BONOS PÚBLICOS
EMISORES E INVERSORES
(Diciembre 1994)**

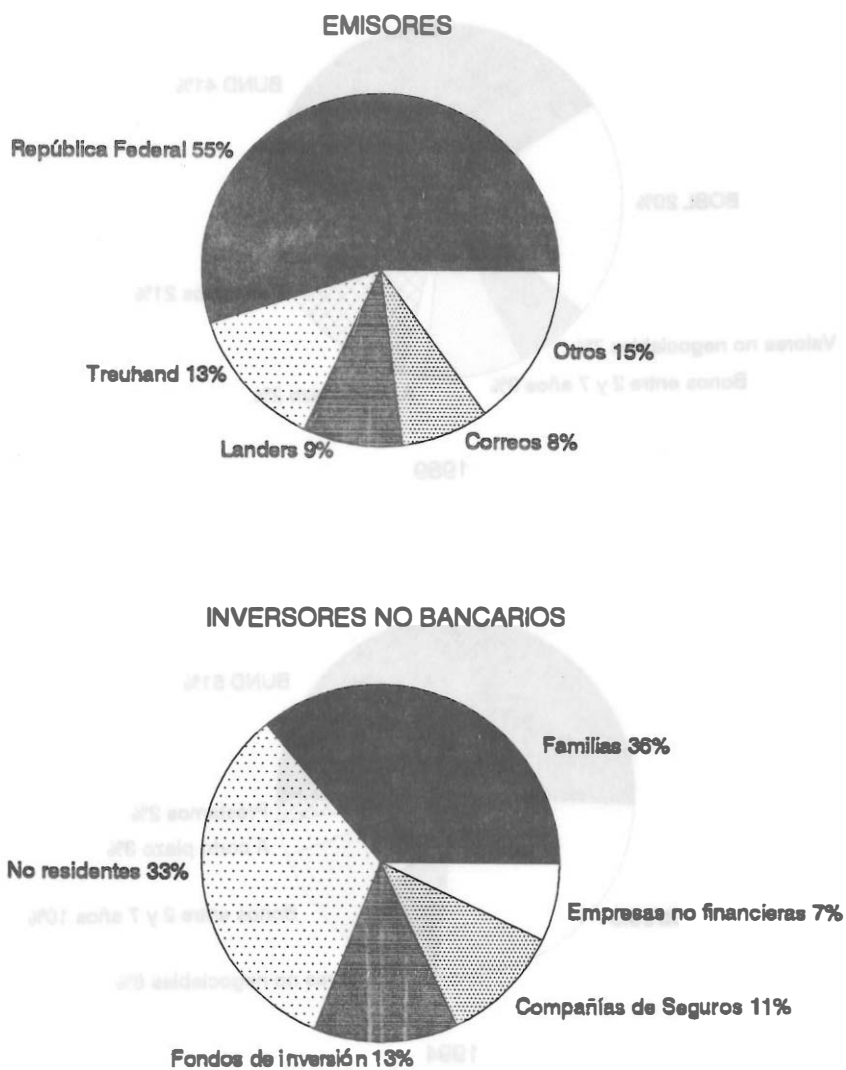
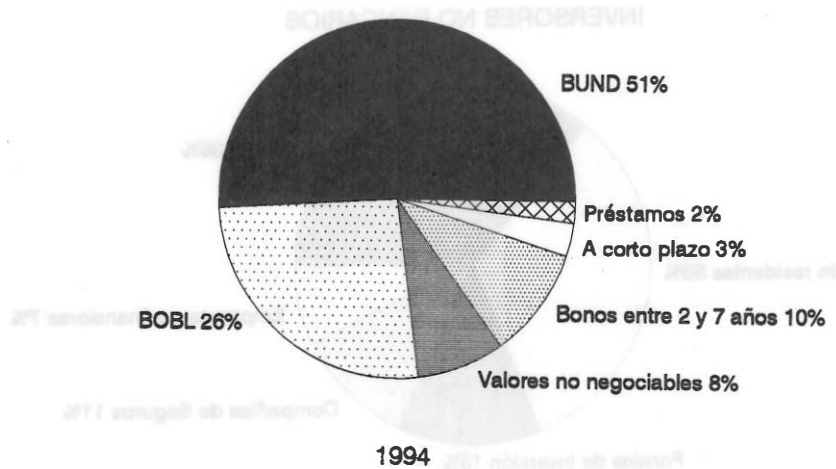
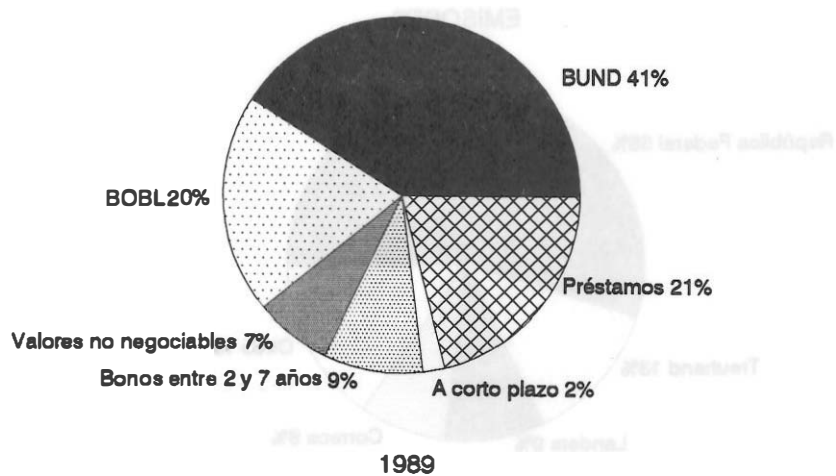


Gráfico 8

DISTRIBUCIÓN POR INSTRUMENTOS
DEUDA DEL GOBIERNO FEDERAL



BIBLIOGRAFÍA

BANCO DE ESPAÑA (1995)

Cuentas Financieras de la Economía Española (1985-1994).

CENTRAL BANKING (1995)

Special issue, volumen VI, Número 1.

COMMERZBANK (1994)

The German Bond Market.

CHULIÁ, C. y NEUSCHWANDER, R. (1993)

Panorámica del sistema financiero alemán, Documento
EC 1993/78, Servicio de Estudios, Banco de España.

DEUSTCHE BANK (1994)

The German bond market.

DEUTSCHE BORSE AG

(1993) Integrated Stock Exchange Trading and Information
System, IBIS.

(1993) Stock Exchange Order System.

DEUTSCHE BUNDESBANK

(1991) Non-resident's Deutsche Mark assets and liabilities at the end of 1990, Monthly Report, mayo.

(1992) Alemania como plaza financiera. Contexto y reciente desarrollo, Informe mensual, marzo.

(1992) West German households' acquisition of financial assets and capital formation over the past 20 years, Monthly Report, abril.

(1993) The economic scene in Germany in summer 1993, Monthly Report, septiembre.

(1993) Households' asset situation in Germany, Monthly Report, octubre.

(1994) Banking Act.

(1994) Issue terms and distinguishing features of the Federal securities, mimeo.

(1994) Annual Report 1993.

(1994) Money Market, management by the Deutsche Bundesbank, Monthly Report, mayo.

(1994) Overall financial flows in Germany in 1993, Monthly Report, mayo.

(1994) Política monetaria del Bundesbank.

(1994) Revenue from and economic implications of the tax on interest income, Monthly Report, enero.

(1995) Annual Report 1994.

- (1995) Changes in the methodology of the balance of payments, Monthly Report, marzo.
- (1995) Kapitalmarkt statistik, julio.
- (1995) The link between Euroclear and the Deutscher Kassenverein (DKV), mimeo.
- (1995) Overall financial flows in Germany in 1994, Monthly Report, mayo.
- (1995) Trends towards securitisation in the German financial system and their implications for monetary policy, Monthly Report, abril.

DEUTSCHE TERMIMBORSE GMBH (1994) Annual Report, 1993.

EUROMONEY

- , ed.(1988)
 Frankfurt Germany's Financial Center.
- (1994) The Deutschmark capital markets, julio.
- (1994) A case of divided loyalties, julio.

FRANKFURT STOCK EXCHANGE

- (1991) Basic principles of admission of securities to stock exchange trading.
- (1992) Rules for the free market.

HOFFMANN-BERATI, P. (1994)

The functions of the Deutsche Bundesbank in the process of issuing government stocks in the Federal Republic of Germany, mimeo. (8881)

MAYER, T. (1994) Germany's fiscal malaise, Goldman Sachs.

OCDE (1994) Economic Outlook, diciembre.

RUTZEL, H-K (1991)

Automation in the system of securities transfers, Frankfurt Stock Exchange.

URICH, T. J. (1991)

U.K., German and Japanese Bond Markets, New York University Salomon Brothers.

WALTER, N. y von ROSEN, R. (1995)

German financial markets, Gresham Books.

WESTDEUTSCHE LANDESBANK (1993)

The German bond market.

DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 9310 **Amparo Ricardo Ricardo:** Series históricas de contabilidad nacional y mercado de trabajo para la CE y EEUU: 1960-1991.
- 9311 **Fernando Restoy and G. Michael Rockinger:** On stock market returns and returns on investment.
- 9312 **Jesús Saurina Salas:** Indicadores de solvencia bancaria y contabilidad a valor de mercado.
- 9313 **Isabel Argimón, José Manuel González-Páramo, María Jesús Martín y José María Roldán:** Productividad e infraestructuras en la economía española. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9314 **Fernando Ballabriga, Miguel Sebastián and Javier Vallés:** Interdependence of EC economies: A VAR approach.
- 9315 **Isabel Argimón y M.ª Jesús Martín:** Serie de «stock» de infraestructuras del Estado y de las Administraciones Públicas en España.
- 9316 **P. Martínez Méndez:** Fiscalidad, tipos de interés y tipo de cambio.
- 9317 **P. Martínez Méndez:** Efectos sobre la política económica española de una fiscalidad distorsionada por la inflación.
- 9318 **Pablo Antolín and Olympia Bover:** Regional Migration in Spain: The effect of Personal Characteristics and of Unemployment, Wage and House Price Differentials Using Pooled Cross-Sections.
- 9319 **Samuel Bentolila y Juan J. Dolado:** La contratación temporal y sus efectos sobre la competitividad.
- 9320 **Luis Julián Álvarez, Javier Jareño y Miguel Sebastián:** Salarios públicos, salarios privados e inflación dual.
- 9321 **Ana Revenga:** Credibilidad y persistencia de la inflación en el Sistema Monetario Europeo. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9322 **María Pérez Jurado y Juan Luis Vega:** Paridad del poder de compra: un análisis empírico. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9323 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Productividad sectorial: comportamiento cíclico en la economía española.
- 9324 **Juan J. Dolado, Miguel Sebastián and Javier Vallés:** Cyclical patterns of the Spanish economy.
- 9325 **Juan Ayuso y José Luis Escrivá:** La evolución del control monetario en España.
- 9326 **Alberto Cabrero Bravo e Isabel Sánchez García:** Métodos de predicción de los agregados monetarios.
- 9327 **Cristina Mazón:** Is profitability related to market share? An intra-industry study in Spanish manufacturing.
- 9328 **Esther Gordo y Pilar L'Hotellerie:** La competitividad de la industria española en una perspectiva macroeconómica.
- 9329 **Ana Buisán y Esther Gordo:** El saldo comercial no energético español: determinantes y análisis de simulación (1964-1992).
- 9330 **Miguel Pellicer:** Functions of the Banco de España: An historical perspective.
- 9401 **Carlos Ocaña, Vicente Salas y Javier Vallés:** Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989.
- 9402 **P. G. Fisher and J. L. Vega:** An empirical analysis of M4 in the United Kingdom.
- 9403 **J. Ayuso, A. G. Haldane and F. Restoy:** Volatility transmission along the money market yield curve.
- 9404 **Gabriel Quirós:** El mercado británico de deuda pública.

- 9405 **Luis J. Álvarez and Fernando C. Ballabriga:** BVAR models in the context of cointegration: A Monte Carlo experiment.
- 9406 **Juan José Dolado, José Manuel González-Páramo y José M.ª Roldán:** Convergencia económica entre las provincias españolas: evidencia empírica (1955-1989).
- 9407 **Ángel Estrada e Ignacio Hernando:** La inversión en España: un análisis desde el lado de la oferta.
- 9408 **Ángel Estrada García, M.ª Teresa Sastre de Miguel y Juan Luis Vega Croissier:** El mecanismo de transmisión de los tipos de interés: el caso español.
- 9409 **Pilar García Perea y Ramón Gómez:** Elaboración de series históricas de empleo a partir de la Encuesta de Población Activa (1964-1992).
- 9410 **F. J. Sáez Pérez de la Torre, J. M.ª Sánchez Sáez y M.ª T. Sastre de Miguel:** Los mercados de operaciones bancarias en España: especialización productiva y competencia.
- 9411 **Olympia 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 **Carmen 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 Domínguez:** 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.
- 9517 **Ana L. Revenga and Samuel Bentolila:** What affects the employment rate intensity of growth?
- 9518 **Ignacio Iglesias Araúzo y Jaime Esteban Velasco:** Repos y operaciones simultáneas: estudio de la normativa.
- 9519 **Ignacio Fuentes:** Las instituciones bancarias españolas y el Mercado Único.
- 9520 **Ignacio Hernando:** Política monetaria y estructura financiera de las empresas.
- 9521 **Luis Julián Álvarez y Miguel Sebastián:** La inflación latente en España: una perspectiva macroeconómica.
- 9522 **Soledad Núñez Ramos:** Estimación de la estructura temporal de los tipos de interés en España: elección entre métodos alternativos.
- 9523 **Isabel Argimón, José M. González-Páramo y José M.ª Roldán Alegre:** Does public spending crowd out private investment? Evidence from a panel of 14 OECD countries.

- 9524 **Luis Julián Álvarez, Fernando C. Ballabriga y Javier Jareño:** Un modelo macroeconómico trimestral para la economía española.
- 9525 **Aurora Alejano y Juan M.^a Peñalosa:** La integración financiera de la economía española: efectos sobre los mercados financieros y la política monetaria.
- 9526 **Ramón Gómez Salvador y Juan J. Dolado:** Creación y destrucción de empleo en España: un análisis descriptivo con datos de la CBBE.
- 9527 **Santiago Fernández de Lis y Javier Santillán:** Regímenes cambiarios e integración monetaria en Europa.
- 9528 **Gabriel Quirós:** Mercados financieros alemanes.

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

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