

UNA VALORACIÓN
COMPARATIVA
DEL MERCADO
ESPANOL
DE DEUDA PÚBLICA

Gabriel Quirós Romero

UNA VALORACIÓN COMPARATIVA DEL MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA PÚBLICA

Gabriel Quirós Romero (*)

(*) Agradezco los comentarios de Gonzalo Gil y Javier Aríztegui, así como las sugerencias y ayuda de los componentes de la Unidad de Análisis e Informes, de la Oficina de Operaciones.

Banco de España - Servicio de Estudios
Documento de Trabajo nº 9703

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.

El Banco de España difunde algunos de sus informes más importantes a través de las redes INTERNET e INFOVÍA.

Las direcciones del servidor de información WWW en estas redes son:
<http://www.bde.es> y <http://www.bde.inf>, respectivamente.

ISSN: 0213-2710

ISBN: 84-7793-530-0

Depósito legal: M. 3430-1997

Imprenta del Banco de España

RESUMEN

La organización y caracterización global de los mercados financieros nacionales, en los años noventa, se determina, en gran medida, en la área de los valores públicos. En el contexto europeo de la desaparición de las barreras de los tipos de cambio entre mercados nacionales y el continuo avance en el proceso de integración financiera, la competencia entre industrias financieras se elevará de forma drástica.

Con este trabajo se pretende contribuir al debate consiguiente, planteando una valoración comparativa del mercado español de deuda pública, en relación a los principales mercados europeos. En cuanto a las características de los valores públicos españoles, destaca el alto grado de uniformidad y concentración en unos pocos instrumentos, lo que contribuye a elevar su grado de liquidez. El análisis de la organización del mercado secundario se ordena, sobre todo, mediante la distinción entre sistemas de cotización-contratación, por un lado, y sistemas de registro-custodia-liquidación-compensación, por otro. Con la ayuda de la caracterización de los primeros se abordan aspectos como la deslocalización de la negociación hacia centros financieros externos o los creadores de mercado; y con la de los segundos, se reflexiona sobre diversos elementos, como el funcionamiento de los mercados de operaciones dobles o el grado de información y transparencia que suministran.

Pero un análisis de los mercados españoles quedaría particularmente incompleto si no se abordara el problema de la fiscalidad de los activos financieros, tema que, en un principio, estaba al margen del trabajo proyectado, pero que ha ido cobrando relevancia a medida que se iba acumulando información.

ÍNDICE

- 1. INTRODUCCIÓN**
- 2. DÉFICIT PÚBLICOS Y TIPOS DE INTERÉS**
- 3. FISCALIDAD**
- 4. CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES PÚBLICOS. MERCADO PRIMARIO**
 - 4.1. Valores no negociables
 - 4.2. Valores negociables
 - 4.3. El plazo de emisión y la clase de cupón
 - 4.4. Innovaciones recientes
 - 4.5. Procedimientos de mercado primario
- 5. ORGANIZACIÓN Y FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO**
 - 5.1. Sistemas de cotización-negociación
 - 5.2. Creadores de mercado
 - 5.3. Operaciones dobles
 - 5.4. Sistemas de custodia, registro y liquidación de valores
 - 5.5. Derivados de deuda pública

1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años, la integración de los mercados financieros europeos y la liberalización generalizada de los flujos de capital han impulsado la movilidad transfronteriza de los recursos financieros. Este proceso se mantendrá y reforzará en el contexto de la Unión Monetaria, lo que justifica la creciente atención y seguimiento de los mercados financieros exteriores por agentes y reguladores.

En el caso de los mercados nacionales de deuda pública, en los años noventa, han aparecido o se han consolidado tres factores importantes: elevadas necesidades de financiación de las Administraciones Públicas de la mayor parte de los países europeos; el consiguiente aumento de la deuda pública y de su carga financiera, y la entrada de grandes agentes financieros internacionales, sobre todo norteamericanos.

De esta situación se deriva un mayor grado de competencia entre mercados nacionales de deuda pública, motivada por la necesidad de atraer hacia los mismos no solo el ahorro externo, sino también el interno. En este sentido, aunque la fuerza conductora básica de los flujos financieros corresponde a la evolución de las variables macroeconómicas fundamentales, la *organización y funcionamiento de los mercados* los hace más o menos atractivos, lo que ejerce una notable influencia sobre los potenciales oferentes de fondos y, por tanto, incide en los niveles de rentabilidad exigidos.

La organización y el funcionamiento del mercado pueden afectar a los niveles de tipos de interés negociados a través de diversos canales, entre los que destacan el coste de las transacciones y el grado de liquidez. Junto a esto, resulta de una extraordinaria importancia la fiscalidad existente sobre los rendimientos de los activos financieros, pues afecta tanto a los tipos de interés observados como al flujo de ahorro o demanda de los mismos.

El planteamiento esbozado aconsejó la realización de un estudio comparado de los principales mercados europeos de deuda pública para poder, así, situar el mercado español e identificar sus principales ventajas e inconvenientes, lo que se hizo para los mercados británico, italiano, francés y alemán⁽¹⁾.

Este documento tiene como propósito recoger las conclusiones más importantes que se obtuvieron entonces y dar una *visión de conjunto y resumida de las características distintivas del mercado español, frente a las de los mercados mencionados*. Se trata, por tanto, de un trabajo valorativo y particularmente debatible, ya que algunas cuestiones son difícilmente cuantificables, que la información no siempre es completa y, en fin, que se pretende la mayor sencillez expositiva posible.

Siguiendo la estructura de los trabajos citados, este se compone de los siguientes apartados. El apartado 2, donde se mencionan los aspectos del mercado de fondos prestables que se consideran básicos para introducir el tema: se recuerda la enorme expansión del endeudamiento de las Administraciones Públicas españolas en los últimos años y la fuerte penalización a la que los agentes le han sometido a través de elevados tipos de interés. En el apartado 3 se aborda el tratamiento fiscal de los rendimientos de los valores públicos y se llega a una conclusión clara: precisamente en esta área, se han encontrado las deficiencias más notables del mercado español. El apartado 4 se dedica a la comparación de los instrumentos utilizados en España y otros países; sobre todo, se pretende valorar la alternativa de importancia crucial que suelen afrontar los gestores de la deuda pública, consistente en: un amplio abanico de instrumentos que satisfagan segmentos de demanda potencialmente muy heterogéneos o, por el contrario, un conjunto selectivo de instrumentos para los que se busque la mayor liquidez posible. El apartado 5 recoge la estructura y funcionamiento del mercado secundario, haciendo un repaso a diversos aspectos del mismo: sistema de cotización y negociación de operaciones, creadores de mercado y mercado ciego, operaciones dobles, sistema de registro y custodia, mercados derivados y tensiones deslocalizadoras de la liquidez.

⁽¹⁾ Los estudios correspondientes se pueden encontrar en la serie Documentos de Trabajo, Servicio de Estudios, Banco de España, números 9404, 9423, 9516 y 9528, donde se encuentra la base de la exposición que se desarrolla en este documento.

2. DÉFICIT PÚBLICOS Y TIPOS DE INTERÉS

El punto de partida obligado de una valoración del mercado español de deuda pública consiste en señalar que, en los últimos años, ha debido canalizar un flujo de recursos financieros hacia los emisores, especialmente intenso: en el período 1986-1995, el equivalente al 4,8% del PIB, frente al 4,3% correspondiente a la Unión Europea (gráfico 1). Esto implica la situación contraria existente hasta entonces: la deuda pública viva, en 1986, era significativamente inferior en España que en la Unión Europea (45,1% del PIB, frente al 54,5%). Además, la permanencia y la amplitud de los déficit públicos se han registrado en un período de considerable dependencia de los recursos financieros exteriores: para los ocho años del período 1986-1995 de los que se dispone información completa, el déficit medio anual de la balanza por cuenta corriente fue del 1,4% del PIB, frente al 0,2% para el conjunto de la Unión Europea.

Así pues, el mercado español ha debido facilitar, en el período reciente, un elevado volumen de financiación a los emisores públicos, a pesar de la insuficiencia del ahorro del resto de los sectores de la economía nacional. El resultado ha sido una considerable presión alcista sobre los tipos de interés a medio y largo plazo y la entrada de inversores extranjeros. La consecuencia final ha sido la inclusión del mercado español en el grupo de los *high yields*, junto con los mercados italiano y sueco, sobre todo.

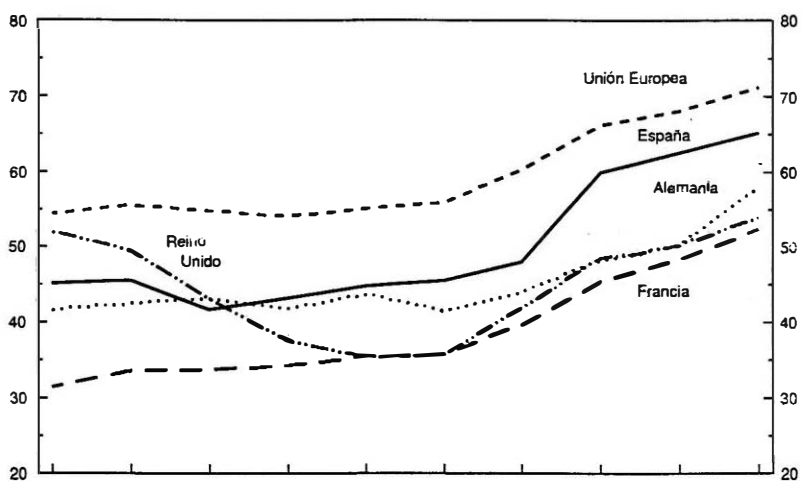
Si se tiene en cuenta que, mientras tanto, se ha registrado una cierta corrección de algunos de los desequilibrios fundamentales de la economía española⁽²⁾, y que la única excepción han sido las finanzas públicas, se puede argumentar que una causa relevante de los elevados tipos de interés y diferenciales existentes, en el período 1986-1995, ha sido el desbordamiento del gasto público en esos años⁽³⁾.

⁽²⁾ El diferencial de inflación, medido por el IPC, entre la Unión Europea y España pasó de 1,9 puntos porcentuales en 1987 a 1,6 puntos en 1995.

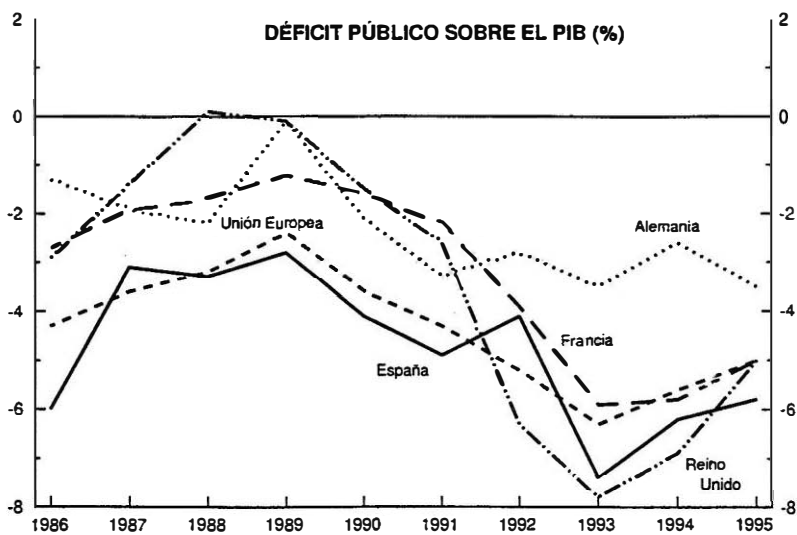
⁽³⁾ España es el cuarto país de la Unión Europea con mayor aumento del endeudamiento en el período 1986-1995, tras Grecia, Finlandia e Italia.

GRÁFICO 1

DEUDA PÚBLICA SOBRE EL PIB (%)

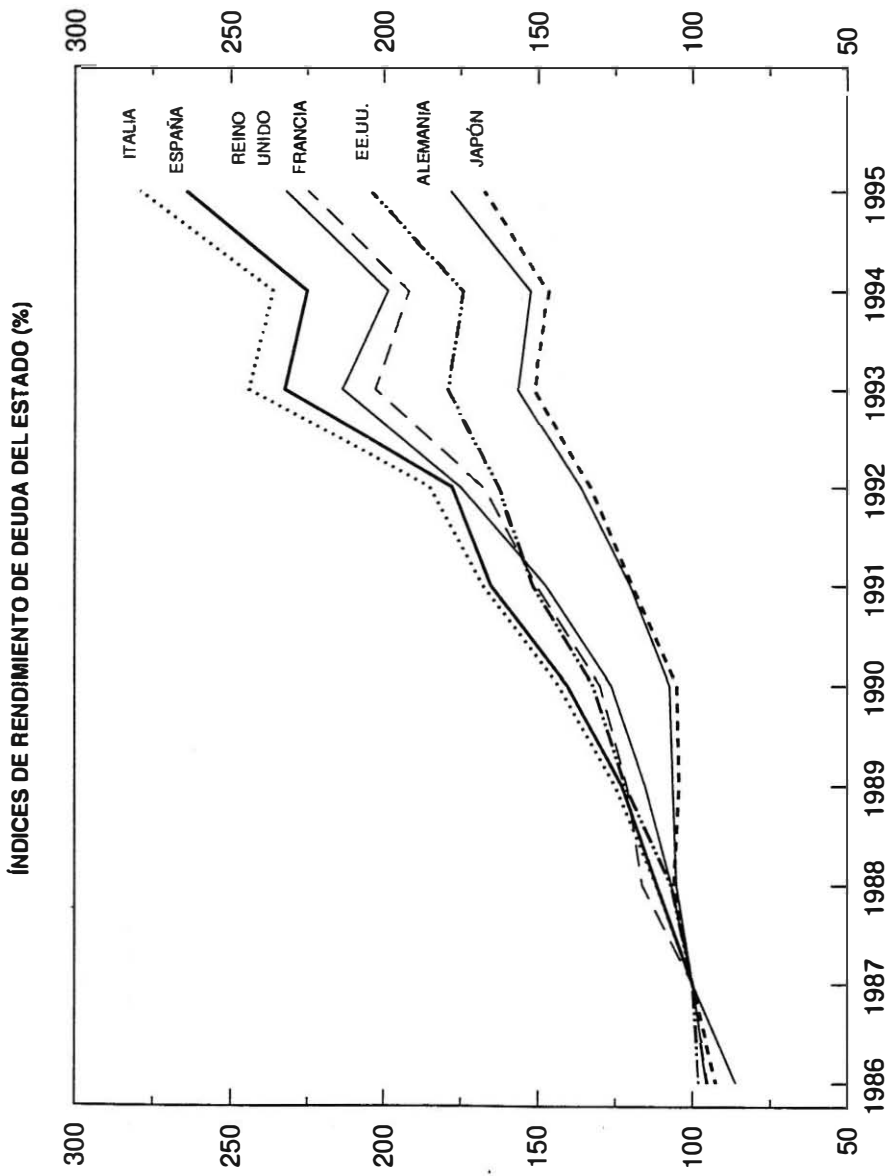


DÉFICIT PÚBLICO SOBRE EL PIB (%)



Fuente: Cuentas Financieras de la Economía Española (1986-95), Banco de España.

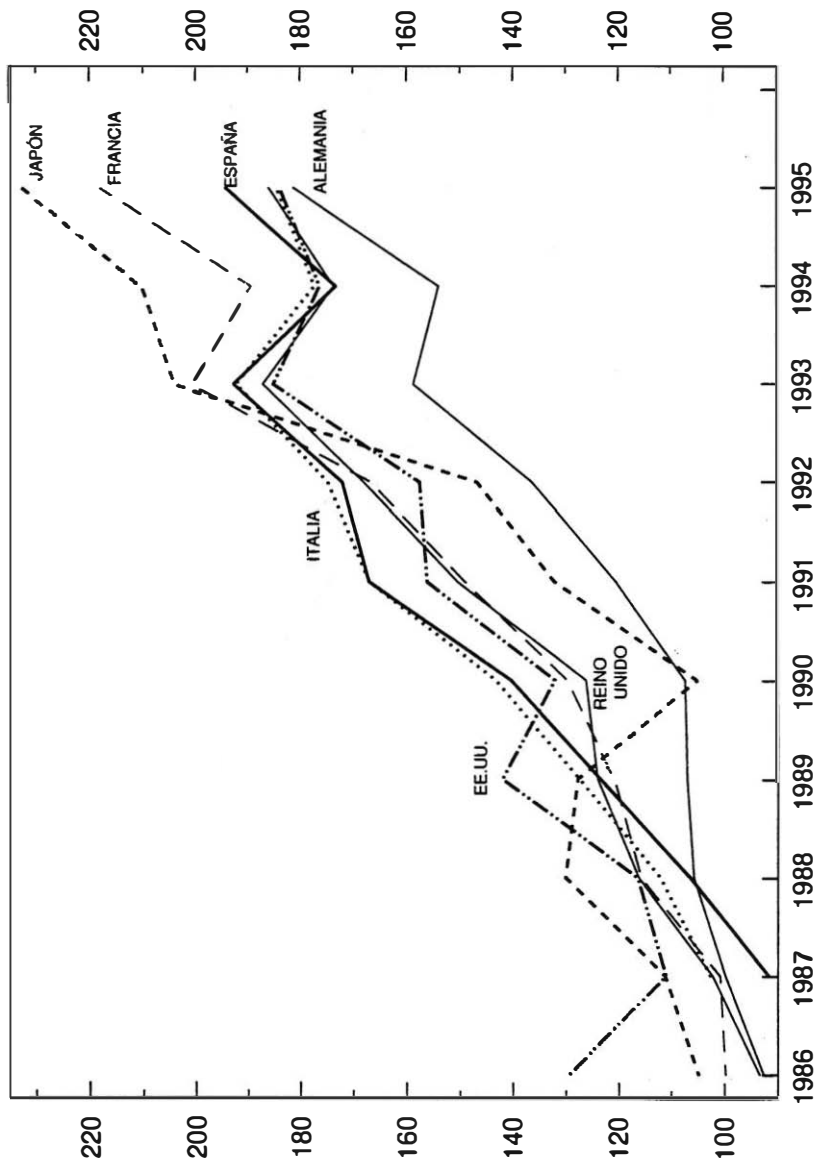
GRÁFICO 2



Fuente: Cuentas Financieras de la Economía Española (1986-95), Banco de España.

GRÁFICO 3

ÍNDICES DE RENTABILIDAD CORREGIDOS POR EL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO FRENTE AL S.M.E. (%)



FUENTE: Cuentas Financieras de la Economía Española (1986-95), Banco de España.

Por otra parte, como aproximación de la rentabilidad obtenida por los inversores en este mercado, se puede apuntar lo siguiente. En términos del rendimiento de una cartera representativa de deuda pública⁽⁴⁾ se puede observar el gráfico 2. El índice correspondiente al mercado alemán ha arrojado, en el período 1987-1995, un rendimiento acumulado del 78%, por un 164% en España. Si este índice se filtra por el comportamiento del tipo de cambio, la rentabilidad de la deuda pública española se sigue situando en un nivel destacado, en tercer lugar, entre los principales mercados [véase gráfico 3⁽⁵⁾].

3. FISCALIDAD

Las necesidades de las Administraciones Públicas tienen como principal y, en última instancia, única, fuente de financiación, el ahorro generado por los individuos, ya sean residentes o no residentes, ya sea mediante cesión directa del mismo o a través de las empresas financieras y no financieras de las que son propietarios. En este sentido, como ya se ha recordado, la capacidad de financiación del resto de los sectores residentes en España, y muy especialmente de las familias, no ha sido suficiente para cubrir el déficit público nacional, en la mayor parte de los últimos años.

El papel fundamental que desempeñan los individuos o familias como oferentes de fondos en los mercados financieros sugiere la necesidad de preguntarse cuál es la fiscalidad que soportan cuando prestan su ahorro, pues afecta directamente a los tipos de interés demandados y negociados en esos mercados. A pesar de ser un tema de difícil y complejo tratamiento, en el estudio comparado que se llevó a cabo se buscó aclarar cuáles eran los rasgos básicos que configuran la fiscalidad de la renta de intereses y de las ganancias de capital procedentes de los valores públicos en los distintos países. Dado que, salvo raras excepciones, rige el lógico principio de

⁽⁴⁾ Se trata de un índice que recoge, en moneda nacional, tanto el nivel de los tipos de interés como las ganancias o pérdidas derivadas de la evolución de los precios de los valores públicos.

⁽⁵⁾ En el gráfico 3 se representa un índice sintético obtenido de multiplicar el índice de rendimiento del mercado (que está expresado en monedas nacionales) por el índice de tipo de cambio efectivo nominal frente al Sistema Monetario Europeo (SME). De esta forma, el índice resultante puede considerarse una aproximación a la evolución de la rentabilidad de los mercados nacionales expresada en términos del "conjunto" de monedas que componen el SME.

neutralidad fiscal, el contenido de este apartado es extensible, en buena parte, a los valores privados.

Se ha recogido información sobre los aspectos más importantes de la fiscalidad que recae sobre las personas físicas como consecuencia de los rendimientos obtenidos de los valores públicos que poseen, tanto directamente como a través de participaciones en fondos de inversión. Por tanto, se distingue entre *renta de intereses* (cuadro 1) y *ganancias de capital*⁽⁶⁾ (cuadro 2). El planteamiento que se hace en ambos cuadros es suficientemente elocuente, lo que permite abreviar la exposición que sigue.

El cuadro 1 resume la fiscalidad existente sobre los rendimientos obtenidos por las personas físicas de la tenencia directa de valores (públicos) de renta fija. Dos conceptos se destacan: "*exención*" y lo que se ha denominado "*tipo liberatorio*". El primero se refiere a la suma de intereses que queda excluida de la base imponible del contribuyente: es decir, con tipo impositivo 0%. El segundo señala la existencia, en algunos países, de un tipo impositivo o retención en origen que se aplica a los intereses obtenidos, lo que libera de cualquier obligación fiscal ulterior. Las diferencias nacionales en relación con ambos elementos son enormes, especialmente entre España y el resto.

En cuanto a la exención, mientras en España se permite una reducción de 27.000 pesetas por declaración, en Francia (hasta 1995) se elevaba a unas 200.000 pesetas en declaraciones individuales y a 400.000 en las conjuntas, y en Alemania se establece en unas 500.000 pesetas por miembro de la unidad familiar, siendo también aplicable a los hijos a los que los padres les hayan asignado la titularidad formal de los activos. Por tanto, como ilustración comparativa, se puede pensar que una familia de tres miembros en estos países, que obtenga una rentabilidad media de su cartera de valores públicos del 5%, podrá tener totalmente exentos del IRPF los intereses generados por activos financieros de, aproximadamente, medio millón de pesetas en España, ocho millones en Francia (hasta 1995) y treinta millones en Alemania.

⁽⁶⁾ Así pues, falta el tratamiento fiscal de algunos instrumentos financieros como son los fondos de pensiones y los seguros, relevantes en la medida en que inviertan sus recursos en los mercados de deuda pública. La información fragmentada de la que se dispone hace difícil su comparación, por lo que no se trae aquí; no obstante, se puede afirmar que las conclusiones obtenidas parecen verse reforzadas.

FISCALIDAD SOBRE LA RENTA DE INTERESES^(a)

	ESPAÑA	ALEMANIA	FRANCIA	ITALIA	REINO UNIDO
EXENCIÓN	Declaraciones Individuales	27.000 PTA	NO ^(a)	NO	NO
	Declaraciones Conjuntas	27.000 PTA	NO ^(a)	NO	NO
TIPO LIBERATORIO	NO	NO	19,9 %	12,5 %	20 %, NO ^(a)
RESTO: Base imponible IRPF	56 %	53 % ^(a)	NO	NO	40 %
TIPO marginal máximo	25 %	30 % ^(a)	19,9 %	12,5 %	20 %
RETENCIÓN					

(a) De valores públicos, vigente en 1996, según información disponible.

(b) En realidad, se pueden considerar 6.100 DM por componente familiar, ya que 100 DM son descontables automáticamente, sin necesidad de justificación, en concepto de "coste de administración".

(c) En Francia, hasta 1995, existía una exención de 8.000 FF para declaraciones individuales y 16.000 FF para declaraciones conjuntas, aplicable, desde entonces, solo a los dividendos.

(d) La escala del IRPF británico tiene cuatro tramos, con tres tipos marginales, 20%, 24% y 40% (dándose el salto en 25.500 £ de base imponible, unos cinco millones de pesetas, en declaraciones individuales). Para los contribuyentes a los que corresponden tipos de 20% o 24%, la retención es liberatoria; para el resto, la renta de intereses es gravada al 40%.

(e) En 1996 y 1997 se mantiene una *Solidarity surcharge* del 7,5% (proveniente de las medidas fiscales especiales relacionadas con la reunificación), que elevan el tipo marginal máximo efectivo al 56,975%.

(f) La retención puede ser evitada hasta un importe de intereses acumulados anuales que corresponda con la exención aplicable a cada contribuyente, mediante la presentación de formularios en la entidad pagadora.

En Italia no existe exención, pero se aplica una retención, en origen, del 12,5 %, que libera de cualquier otra obligación fiscal, independientemente del tipo marginal del IRPF. Por su parte, los contribuyentes franceses podían optar, hasta 1995, entre el sistema de exención anteriormente señalado o una retención del 19,4%, que les liberaba, igualmente, de cualquier obligación fiscal ulterior. A partir de 1996, sin embargo, la exención desaparece para la renta fija, y el tipo liberatorio es del 19,9%⁷⁾.

El país "menos distante" de España, en este sentido, es el Reino Unido, donde se aplica un tipo liberatorio del 20 % para declaraciones individuales con base imponible hasta unos cinco millones de pesetas (25.500 £), mientras el resto habrá de pagar otro 20 % adicional en la declaración anual del IRPF.

Por tanto, se puede concluir que la fiscalidad que recae sobre la renta de intereses en España es mucho más elevada que en los países utilizados a menudo como referencia. En consecuencia, los tipos de interés exigidos para el ahorro ofrecido a través de la adquisición directa de valores tenderán a ser superiores, aparte de otras consideraciones, por razones fiscales.

Un aspecto, en principio, de menor importancia es el tratamiento de las ganancias de capital obtenidas de la transmisión de los valores públicos. En cambio, sí resulta de extraordinaria relevancia el correspondiente a las plusvalías obtenidas de las tenencias de valores a través de fondos de inversión. En el cuadro 2 se dan detalles sobre esta área.

⁷⁾ En 1996, el mínimo exento anterior subiste solo para la renta variable. Por otra parte, formalmente, el tipo o retención liberatorio en Francia constituye una opción que tiene el contribuyente frente a la de incorporar la renta de intereses a su base imponible y pagar, por tanto, el tipo marginal que le corresponda. Por último, este 19,9% es el resultado de sumar diversos conceptos: una retención liberatoria, teórica, del 16%, una "retención social excepcional" del 1%, una "contribución social generalizada" del 2,4% y un "reembolso de la deuda social" del 0,5%.

FISCALIDAD SOBRE GANANCIAS DE CAPITAL^(a)

	ESPAÑA		ALEMANIA	FRANCIA	ITALIA	REINO UNIDO
	Antes 9-6-1996	Desde 9-6-1996				
FONDOS DE INVERSIÓN	NORMA GENERAL	Reducción anual del 7,14 %	0 a 1 año : Tipo marg. IRPF 1 a 2 años : Tipo medio IRPF + 2 años : 20 %	A más de 6 meses, exentas	Tipo liberatorio, 19,9%, desde primer día	Tipo marginal IRPF
	EXENCIÓN	NO	NO	Según fondos: exentas por ventas anuales de hasta 200.000 FF, o no exentas	Total	6.300 £
VENTA DE TÍTULOS PÚBLICOS		Tipo marginal o medio IRPF	1.000 DM ^(b) por componente familiar	Exentas por ventas anuales hasta 200.000 FF	Exentas	Exentas ^(d)
			A más de 6 meses, exentas	Resto: 19,9 %		

(a) Vigente en 1996, según información disponible.

(b) Las personas físicas están exentas, siendo solo los propios fondos los que realizan una declaración y liquidación anual (con coeficientes reducidos) de las plusvalías generadas por su cartera de valores.

(c) Esta exención es independiente de la permitida para la renta de intereses, y es aplicable, en general, a plusvalías obtenidas en plazos inferiores a seis meses y no superiores a 1.000 DM anuales.

(d) Para valores con rendimiento explícito, salvo algunas referencias emitidas con descuentos "anormalmente amplios".

En el caso español se ha distinguido entre la situación existente antes de la reforma del tratamiento de las plusvalías, de 8 de junio de 1996, y la situación posterior⁽⁸⁾. Como se desprende del cuadro 2, la reforma del tratamiento fiscal de las ganancias de capital llevada a cabo en España recientemente lo ha acercado, en todo caso, al enfoque vigente en los países de referencia; es más, *a pesar de la reciente reforma, la fiscalidad española sobre ganancias de capital se sigue manteniendo como la más elevada.*

En efecto, centrando la atención sobre el caso de las ganancias de capital obtenidas a través de fondos de inversión, se puede destacar lo siguiente. En Alemania, a partir de los 6 meses, las plusvalías obtenidas de la venta de participaciones están totalmente exentas⁽⁹⁾, frente a, en el caso de España, 15 años con anterioridad al 9 de junio, 8 años para el régimen transitorio y desaparición de la exención en el nuevo tratamiento. En Italia están exentas. En el Reino Unido es aplicable una exención de 6.300 £ por declaración individual⁽¹⁰⁾ (en torno a 1.300.000 PTA). En Francia, la gran variedad de instituciones de inversión colectiva existentes, el tratamiento fiscal diferenciado que se les aplica y los cambios habidos en los últimos años hacen más difícil la comparación. No obstante, los dos casos más importantes son: para un grupo de fondos y activos, una retención liberatoria del 19,9 %, sin mínimo exento, y, para otro grupo, la aplicación de dicho gravamen solo a las plusvalías correspondientes a ventas de activos superiores a unos cinco millones anuales. Frente a todo lo anterior, en España, tras la reforma, se aplica el 20 % a partir de los dos años.

A la vista de la situación descrita no parece necesario extenderse sobre la problemática concreta de la magnitud de las distorsiones de origen estrictamente fiscal que se producen en el mercado secundario español de deuda pública, como el conocido fenómeno del "lavado de cupón". La devolución automática de las retenciones a los no residentes termina siendo una vía de escape a la fuerte fiscalidad que recae sobre los inversores residentes, mecanismo al que acceden

⁽⁸⁾ Con objeto de simplificar, se ha optado por no incluir la situación intermedia, correspondiente a las inversiones existentes a 8 de junio, para las que, como es sabido, se mantendrá un régimen transitorio.

⁽⁹⁾ Igual sucede con la compra-venta de valores públicos y privados, incluidas las acciones.

⁽¹⁰⁾ Esta exención no es específica de los fondos de inversión, sino que es general para las ganancias de capital obtenidas a través de la venta de instrumentos financieros.

agentes institucionales y profesionales. Para el resto, la mayoría de los ahorradores, la tenencia directa de valores públicos sólo se ha sostenido por los elevados tipos de interés existentes, en principio hasta 1996, en los mercados financieros españoles.

En conclusión, aun después de la reciente relajación de la fiscalidad sobre las plusvalías en España, esta sigue siendo considerablemente más elevada que en los principales países europeos. La situación para el mercado español de deuda pública se agrava si se añade lo ya expuesto sobre la renta de intereses. Los resultados finales de esta fiscalidad son una presión estructural alcista sobre los tipos de interés en los mercados financieros españoles, una mayor carga financiera de la deuda en los presupuestos de las Administraciones Públicas y, en fin, la posible existencia de un componente exclusivamente fiscal en el diferencial de tipos de interés a medio y largo plazo entre España y los países comparados, especialmente importante frente a Alemania.

4. CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES PÚBLICOS. MERCADO PRIMARIO

Existe una gran diversidad entre los mercados comparados, hasta el punto de que tan solo se puede identificar un grupo de valores que sea común a todos ellos, el correspondiente a un área concreta de la deuda a medio y largo.

A continuación se realiza una valoración de los principales instrumentos y alternativas existentes en los países europeos. Antes conviene hacer explícito que toda política de emisión de deuda pública se enfrenta a una *alternativa* fundamental: concentrar la captación de financiación en un selectivo y reducido grupo de valores negociables, con el objeto de impulsar su liquidez, o bien, adoptar un enfoque ecléctico que incorpore una extensa gama de instrumentos, con el objeto de adaptar la política de emisiones a un amplio y diverso abanico de potenciales demandantes.

En relación con esta alternativa, se adelanta que se argumentará sobre la conveniencia de evitar la utilización de un número amplio y disperso de instrumentos, por dos razones básicas. Por un lado, porque conlleva una inevitable segmentación del mercado, lo que acarrea el consiguiente impacto negativo sobre

la liquidez del mismo. Por otro, por el aumento del coste de administración de la deuda pública que ello implica. Por tanto, como criterio general, es posible defender que la incorporación de nuevos instrumentos a los ya existentes en un mercado de deuda pública solo debe hacerse tras superar un análisis que, frente a los costes señalados, muestre con claridad los beneficios netos obtenidos por las innovaciones potenciales, consistentes en la disminución de la carga financiera de la deuda pública. No obstante, hay que reconocer que, a menudo, la situación presente no es tanto una elección consecuente como la continuación de prácticas históricas que han arraigado en los ahorradores y en el sistema financiero, por lo que su modificación es difícil. Formuladas las observaciones anteriores, del estudio comparado realizado cabe resaltar los siguientes aspectos.

4.1. Valores no negociables

La utilización de estos valores es, quizás, el ejemplo más evidente de la inercia del pasado a la que se ha aludido anteriormente. Este tipo de instrumentos exige, normalmente, redes de distribución muy amplias que permitan llegar hasta los agentes con menor grado de información financiera, para los que fueron diseñados y, aún en la actualidad, van dirigidos. La necesidad de disponer de redes de distribución al margen del sistema bancario es clara, porque las entidades bancarias no tienen ningún incentivo para promover instrumentos sustitutos próximos de los tradicionales depósitos. Existen programas permanentes de emisión⁽¹¹⁾ en el Reino Unido, Italia y Alemania. En estos tres países los emisores disponen, en efecto, de instituciones públicas con suficientes recursos y empleados que les permiten llegar al grupo de población destinatario. En el Reino Unido existe un organismo público de considerables dimensiones, dedicado exclusivamente a esta tarea, el National Savings Department. En Italia, el Tesoro se vale de la extensísima red de sucursales de la Caja Postal. En Alemania, los emisores públicos utilizan la amplia red de oficinas del Bundesbank.

Una característica distintiva de los valores no negociables es que su rentabilidad suele quedar relativamente alejada de la curva tipo-plazo del mercado, bien por intención del emisor, bien porque se ajusta con mucho retraso a las circunstancias

⁽¹¹⁾ En España y Francia se han realizado algunas emisiones aisladas de deuda no negociable en los últimos años, como la deuda especial española.

cambiantes del mercado, o bien, incluso, por las ventajas fiscales que en ocasiones conllevan. Todo ello hace que la canalización de ahorro a través de estos instrumentos no mantenga la estabilidad que se suele citar como una ventaja destacable de los mismos y que, cada vez más, dependa de la relación existente entre las rentabilidades relativas de los valores negociables y no negociables.

El propio desarrollo de los mercados financieros ha hecho cada vez menos necesarios y menos atractivos los valores no negociables, tanto para los emisores como para los ahorradores, por lo que su importancia ha ido disminuyendo. En definitiva, se ha observado en los últimos años un proceso de confluencia hacia los valores negociables. No obstante, los instrumentos no negociables posiblemente perduren, aunque solo sea por la propia existencia o características de las estructuras administrativas a través de las que se distribuyen.

4.2. Valores negociables

Dentro de estos, el contraste más fuerte que se observa entre los principales mercados europeos consiste en la utilización o no de *valores a corto plazo* (letras del Tesoro): ni en Alemania ni en el Reino Unido se emiten, al menos de forma significativa⁽¹²⁾. En estos países la práctica totalidad de la financiación se obtiene a plazos a partir de tres años. En cambio, en Italia y España representan, en la actualidad, en torno a un tercio de la deuda negociable del Estado, y en Francia, una décima parte.

Una razón de peso puede justificar la negativa de las autoridades alemanas y británicas al empleo de valores a corto plazo: en la medida que el sector público no evidencia desajustes transitorios sino déficit persistentes, debería de financiarse a largo plazo. En el caso de Alemania, por otra parte, el Bundesbank ha reiterado tradicionalmente, de forma clara, su oposición a la creación de activos a corto plazo, sustitutivos próximos de los componentes del agregado monetario, que sigue

⁽¹²⁾ En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra convoca una subasta semanal de letras del Tesoro, normalmente a tres meses, por razones exclusivamente de política monetaria. Se trata del principal instrumento de absorción de liquidez utilizado en este país, aunque el importe de la emisión neta sea abonado al Tesoro. En Alemania se emiten varios tipos de valores, con plazos entre uno y dos años, por tanto, superiores al plazo típico de doce meses de las letras del Tesoro y, además, con una importancia reducida (en los últimos años, en torno al 3%).

siendo utilizado como objetivo intermedio de la política monetaria. Por el lado de la demanda, es de importancia determinante la mejor aceptación de activos a medio y largo plazo en países con mayor estabilidad monetaria y tradición de los mercados a largo plazo.

Precisamente, la situación contraria indicada por el último argumento (las preferencias del público por instrumentos a corto plazo y elevada liquidez) sea suficiente para justificar la importante participación de las letras del Tesoro en países como España e Italia. Pero también, desde la óptica de los emisores, existe una poderosa razón: en estos países, la curva tipo-plazo suele tener una pendiente positiva mucho más acusada, lo que hace que la financiación a largo plazo sea comparativamente más cara. Por tanto, la considerable participación de las letras del Tesoro en España y otros países responde tanto a las preferencias de la demanda como al objetivo de minimizar la carga financiera de la deuda pública.

Este último punto ha sido debatido en los últimos años en Alemania, ante el descenso de los tipos de intervención del Bundesbank y la configuración de una curva tipo-plazo con una fuerte pendiente positiva, poco habitual en ese país. Las necesidades del emisor parecen haber avanzado ante los argumentos de estrategia monetaria: el Bundesbank anunció, en junio de 1996, un programa de emisiones trimestrales de letras del Tesoro a seis meses. No obstante, se refleja un cierto compromiso entre ambas posturas, ya que el nominal de estos valores, "bu-bills", es de un millón de marcos, por lo que no serán accesibles al público, en general, limitando así la erosión de la estabilidad de la demanda de dinero.

Otro argumento que apoya la utilización de letras del Tesoro en la financiación del déficit público es su contribución al desarrollo del mercado monetario. Este es un elemento especialmente valioso para los grandes operadores, que desean tomar posiciones en una moneda sin tomar elevados riesgos de crédito (como en el mercado interbancario de depósitos) o de tipo de interés (como surge en los valores a largo plazo).

Finalmente, como último comentario en relación con la disyuntiva entre valores a corto o medio y largo plazo, se puede llamar la atención sobre la necesidad de mantener un cierto equilibrio entre ambos segmentos de emisión. En concreto, las políticas de emisión deberían evitar que las letras del Tesoro alcanzaran una proporción excesiva, por dos razones: por un lado, para impedir una dependencia

excesiva de la carga financiera de la deuda pública de la política de tipos de interés de los bancos centrales y, por otro, para evitar la refinanciación continua de una gran parte del saldo vivo de deuda pública que se deriva de los instrumentos a corto plazo.

4.3. El plazo de emisión y la clase de cupón

Dentro de la deuda a medio y largo plazo, los responsables de la financiación pública afrontan dos decisiones de especial importancia: *el plazo concreto de emisión y la clase de cupón*.

En cuanto al primero, los criterios de elección coinciden con algunos de los ya comentados para el caso de valores a corto plazo o a medio y largo plazo. Por otra parte, solo es destacable que España es el único país de los citados donde no se ha emitido a 30 años. No obstante, esto no parece significativo, especialmente a la vista de la reducida liquidez de estos valores y de la falta de continuidad de las emisiones (muy afectadas en los períodos de elevación de los tipos de interés), con la única excepción del Reino Unido, país en el que existe una clara tendencia a usar plazos muy dilatados de emisión. En el resto, los plazos dominantes son los cinco y diez años.

La elección de la clase de cupón tiene una enorme trascendencia para el desarrollo del mercado de deuda pública. Se trata de decidir entre *cupón fijo*, *cupón variable (o flotante)* y *cupón indiciado a la inflación*.

Aunque todos los mercados desarrollados de deuda pública a medio y largo plazo han ido consolidando progresivamente el bono de cupón fijo como el instrumento fundamental de los mismos, también es cierto que, de forma más o menos recurrente, surgen propuestas en todos los países sobre la conveniencia de establecer líneas de financiación en bonos con cupón variable y/o indiciado. Antes de entrar, brevemente, en este debate, se debe adelantar que la posición que se mantiene es contraria a la incorporación de cupones variables o indiciados (por razones distintas)

y que se considera que su ausencia en el mercado español es una característica positiva del mismo⁽¹³⁾ (en especial, en el caso de los bonos de cupón variable).

Los bonos de tipo variable o flotante implican una cierta alteración de la concepción de los mercados de deuda pública como mercados de "renta fija": el cupón varía según el tipo de interés vigente en algún momento o período anterior a su vencimiento; además, suele ser un tipo de interés a corto plazo, relacionado con el mercado interbancario de depósitos o con valores de plazos de emisión más cortos (letras del Tesoro) o de vida residual reducida.

Las consecuencias esenciales de los bonos a tipo variable son dos: que pierden características de los valores de renta fija y que transforman los tipos de interés de la "deuda a medio y largo plazo" en tipos a corto plazo. De aquí se desprenden efectos negativos sobre el desarrollo del mercado: implican una ruptura o segmentación de los mercados convencionales, por lo que, en la medida en que tengan éxito, irán restando atención y liquidez a los bonos de cupón fijo, al tiempo que hacen aumentar el coste de administración de la deuda pública.

Frente a esos inconvenientes, se suelen argumentar dos ventajas: que puede haber demandantes dispuestos a prestar sus fondos a largo plazo si se les evita o reduce el riesgo de tipo de interés y que los emisores pueden seguir emitiendo a plazos largos pagando tipos a corto plazo, lo que es muy atractivo en momentos de pendiente positiva de la curva tipo-plazo. Ambos argumentos se basan en un *delicado y peligroso mecanismo*: la traslación del riesgo de tipo de interés desde los prestamistas de fondos al prestatario: este irá ajustando el pago de intereses según evolucionen las condiciones de los mercados monetarios a lo largo de la vida de los bonos a tipo variable o flotante.

En cierta forma, un bono a tipo variable es equivalente, para el tenedor, a una estrategia de renovación automática de letras del Tesoro (que, por cierto, es utilizada en el mercado español), o, dicho de otra forma, el agente puede construir "su" bono a tipo variable a partir de la letra del Tesoro. En cambio, para el emisor supone una fuerte pérdida de flexibilidad en la política de emisión frente a las letras

⁽¹³⁾ En todos los países estudiados hay alguna emisión viva de bonos a tipo flotante, pero tienen una participación marginal, salvo en Italia, donde aún representan una proporción muy elevada del endeudamiento del Estado, a pesar de los esfuerzos realizados en los últimos años para reducirla. España es el único país donde el Tesoro no los ha utilizado.

del Tesoro, porque ante una eventual evolución de la curva tipo-plazo hacia una pendiente negativa no podrá sustituir cupones variables por fijos y, por tanto, no podrá reducir la carga financiera de la deuda con la rapidez que le facilitan las letras del Tesoro.

En definitiva, el cupón variable es una *forma demasiado rígida para el emisor de financiarse a tipos a corto plazo*. Por otra parte, puede entrar en conflicto con la política monetaria: obsérvese que, mientras hay una clara confluencia de objetivos entre una política monetaria rigurosa que busca elevar su reputación antiinflacionista (en definitiva, una curva tipo-plazo con pendiente negativa) y la emisión de bonos a medio y largo plazo con cupón fijo, los bonos a tipo variable hacen aumentar la dependencia de la carga financiera de la deuda respecto de los tipos de intervención de los bancos centrales y, por tanto, entran en conflicto con políticas monetarias de altos tipos de interés que intentan reducir las presiones inflacionistas.

Por lo que se refiere a los bonos con cupón indiciado, son aplicables algunas de las consideraciones hechas para el caso de los bonos a tipo variable en cuanto implican una cierta segmentación del mercado de renta fija, pero mantienen diferencias muy considerables. Este tipo de instrumentos tienen como finalidad cubrir al ahorrador (y, en menor medida, al emisor) de variaciones en los tipos de interés reales recibidos o pagados, derivados de cambios no anticipados en la tasa de inflación. Por ello, la idea básica es que tanto el principal como el cupón son ajustados, a su vencimiento, a la evolución de la inflación en el período anterior. Tan solo en dos países (Reino Unido e Israel), estos instrumentos son verdaderamente importantes. En el caso británico, en marzo de 1996, el 18% del saldo de valores negociables públicos estaba constituido por bonos indiciaados y las autoridades han reafirmado su voluntad de mantener esta participación⁽¹⁴⁾.

Los operadores del mercado identifican como principal problema de estos valores su falta de liquidez. No obstante, el inconveniente más decisivo que podrían encontrar en países como España no se encuentra tanto en la organización del mercado como en un plano de carácter más general, relacionado con consideraciones

⁽¹⁴⁾ Una característica consustancial a estos instrumentos es que su plazo de emisión es especialmente dilatado, cerca de los 30 años. En marzo de 1996, la vida media residual de la deuda británica indiciaada era de 15,4 años.

de política económica global. En economías con dificultades para avanzar en la reducción de la inflación, debido, en gran parte, al fenómeno de la indiciación generalizada de precios y salarios, la utilización de estos instrumentos podría ser interpretada como un ejemplo contradictorio -auspiciado por las propias autoridades- con la perseguida y necesaria flexibilidad en el funcionamiento de los mercados⁽¹⁵⁾.

4.4. Innovaciones recientes

Por último, en relación con los instrumentos, se pueden mencionar algunas *innovaciones aparecidas*⁽¹⁶⁾ en los últimos años en algunos mercados y que no están presentes en el español: destacan los bonos cupón-cero (o bonos con rendimiento implícito) y, muy especialmente, los "strips"⁽¹⁷⁾. En la medida en que estos últimos dan lugar a un bono cupón-cero, la tónica que se ha seguido es potenciar los "strips" para, así, obtener como subproducto los bonos emitidos con rendimiento implícito. Por ello, a continuación se comentan brevemente los primeros.

El *stripping* consiste en separar, de un bono con cupón fijo, el principal (1) y sus cupones (n) pendientes de vencimiento, lo que da lugar a (n+1) bonos de cupón cero negociables de forma independiente o separada: esto implica que la duración de una buena parte de los bonos cupón-cero resultantes es superior a la del bono inicial. Además, también suele citarse como aportación valiosa para las necesidades de algunos agentes institucionales, que permite ajustar con precisión un flujo de ingresos (vencimientos) a un calendario predeterminado de pagos (el denominado

⁽¹⁵⁾ Por otra parte, tampoco la legislación vigente en España ha permitido, al menos hasta 1996, la utilización de estos valores: la Orden Ministerial de 14-11-1989, los prohibía, haciendo uso de la facultad que el art. 25 de la Ley del Mercado de Valores confiere al Ministro de Economía y Hacienda.

⁽¹⁶⁾ Para evitar una exposición excesivamente prolija, se omite comentar un buen número de innovaciones menores. En el mercado español, se pueden recordar las permutas financieras de tipos de interés y las líneas de crédito movilizables mediante letras del Tesoro, reguladas en 1995, pero no utilizadas hasta la fecha.

⁽¹⁷⁾ El término "strips" hace referencia a Separated Trading of Registered Interest and Principal of Securities.

cash-flow matching). En definitiva, se argumenta que, dadas estas y otras cualidades de los "strips", la demanda de bonos con cupón fijo termina siendo estimulada.

Los "strips" aparecieron, en 1982, en EEUU, mientras que en Europa se implantaron en el mercado francés en 1991, al que siguieron el belga y el holandés; además, las autoridades británicas y alemanas han anunciado su introducción en 1997, por lo que, de confirmarse estos planes, tan solo los mercados español e italiano (entre los más importantes) carecerán de estos instrumentos en poco tiempo. Ante esto, conviene aclarar que los sistemas de anotaciones en cuenta permiten actualmente, con facilidad (y desde luego es el caso del SACDE, Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado), la separación y reconstitución de los bonos existentes. El problema, por lo tanto, no es técnico sino, nuevamente, fiscal: en España, las diferencias en el tratamiento fiscal entre activos con rendimiento explícito e implícito harían muy poco atractivos los bonos resultantes de los cupones. Por tanto, la introducción de estos instrumentos en el mercado español exigiría modificar previamente la legislación tributaria⁽¹⁸⁾.

4.5. Procedimientos de mercado primario

Finalmente, resulta necesario hacer alguna referencia a los *procedimientos de emisión*: en especial, a la existencia de calendarios de emisión, al uso de las técnicas de colocación de los valores y al anuncio de objetivos. Como valoración global se puede afirmar que la situación española actual destaca (junto a la francesa) por su transparencia: es más, que esta se ha impulsado aun a costa de restringir el margen de maniobra del emisor.

En cuanto al calendario de emisión, tan solo Francia, España e Italia publican al inicio de cada año, con precisión, las fechas y los plazos de emisión para todos los valores que emitirán. Hasta 1995 no existía calendario oficial de emisiones en

⁽¹⁸⁾ Este ha sido también el caso en otros países. En el Reino Unido, por ejemplo, la anunciada implantación de los "strips" ha estado precedida por una reforma fiscal en el año presupuestario 1996-1997. No obstante, la elevada fiscalidad que pesa sobre la renta de intereses en España haría aún más necesarios y de más calado los cambios en la legislación fiscal.

Alemania ni en el Reino Unido⁽¹⁹⁾. El Reino Unido inició en el año fiscal 1995-1996 su publicación; ahora bien, se establecían fechas concretas de las subastas de "gilts", pero no así su plazo, ni si se trataría de cupón fijo o indiciado; esto solo se precisa al final del trimestre precedente para el que se ha(n) anunciado la(s) subasta(s).

Por lo que se refiere a las técnicas de venta o colocación de los valores negociables, Francia, España e Italia lo hacen exclusivamente a través de subastas públicas regulares, mientras que en el Reino Unido y Alemania se siguen utilizando procedimientos especiales, entre los que destacan: establecimiento de períodos de suscripción (frecuentemente, a través de la bolsa), accesos restringidos para los creadores de mercado⁽²⁰⁾ (las *tap issues* británicas y la adquisición al precio medio resultante de la subasta, posteriormente a la misma, en Francia) y la sindicación o aseguramiento de la emisión (en Alemania).

Por último, se debe mencionar el cambio introducido por el Tesoro español en 1995, consistente en anunciar objetivos para las subastas de deuda a medio y largo plazo. Entre los principales mercados europeos, solo en Francia se hace. Esto significa que se ha pasado en poco tiempo de la posibilidad de declarar desiertas las subastas (lo que, sin duda, introducía una incertidumbre negativa para el desarrollo del mercado) a anunciar un máximo de emisión vinculante para el Tesoro. Así, se da una gran dosis de información válida para orientar las pujas en las subastas, pero se resta flexibilidad a la resolución de las mismas, ante los rápidos, y a veces erráticos, movimientos del mercado. Esto será más cierto cuanto más próximos estén los máximos de emisión anunciados y la emisión efectiva que se realice y cuanto más alejadas sean las fechas de anuncio de los objetivos y de resolución de la subasta.

⁽¹⁹⁾ Cada trimestre o cada dos meses, dependiendo de las necesidades financieras de los emisores, se realiza (o realizaba) una subasta de "gilts" o "bunds". Pero tan solo en torno a una semana antes se convocaba a la misma. La incertidumbre a la que se somete a los mercados ha hecho que en estos dos países se esté evolucionando -en Alemania, en menor grado- hacia un calendario cada vez más preciso.

⁽²⁰⁾ Las *tap issues* se diferencian considerablemente de las segundas vueltas convocadas para los creadores de mercado por el Tesoro español. Entre otras diferencias, estas últimas están condicionadas a los resultados de una subasta anterior abierta al público, mientras que las *tap issues* son completamente independientes y discrecionales.

5. ORGANIZACIÓN Y FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO SECUNDARIO

Las diferencias en la organización y funcionamiento del mercado secundario en los países estudiados son aún mayores que lo expuesto sobre el mercado primario: ni se encuentran aspectos comunes a todos ellos, ni se advierte una tendencia a confluir desde las situaciones de partida. En el caso español, por ejemplo, se pierde la considerable similitud que se observaba en relación con la organización del mercado primario francés. Posiblemente, esto es el resultado lógico de dos factores. Por un lado, la organización del mercado secundario está determinada en mayor medida que la elección de los instrumentos por las propias características de cada sistema financiero, lo que hace más difíciles los cambios. Y por otro, en esta área es más complicado evaluar los méritos y deméritos de las alternativas existentes: se pueden identificar aspectos positivos y negativos, pero concretar conclusiones es arriesgado.

A continuación se seleccionan los aspectos que se consideran básicos para poder valorar el mercado español y que, además, están interrelacionados. Se mencionarán los siguientes: sistemas de cotización-negociación, creadores de mercado y mercado ciego, tipo de operaciones, sistemas de liquidación de operaciones y mercado de derivados. Por otra parte, la exposición se plantea en términos de la capacidad del mercado secundario de responder a los requerimientos de los grandes operadores, es decir, de "captar" la actividad desarrollada con los valores públicos nacionales y evitar su "fuga" a otros sistemas y centros financieros.

5.1. Sistemas de cotización-negociación

En cuanto a estos, el clásico criterio de distinción entre mercados centralizados y descentralizados es muy útil. En términos generales, se puede considerar que los mercados *oficiales* de deuda pública centralizados son el alemán y el italiano, mientras que el español sería el más descentralizado; los mercados francés y británico, si bien entran en esta última categoría, tienen mayor relación con el

mercado bursátil⁽²¹⁾ y, por tanto, muestran algunos aspectos típicos de mercados centralizados.

A su vez, los mercados oficiales alemán e italiano tienen sistemas de centralización completamente distintos: el alemán utiliza el tradicional sistema bursátil de corros, mientras que el italiano emplea un moderno sistema, exclusivamente electrónico, no bursátil. Y los dos comparten el mismo problema: la mayor parte de la negociación se hace fuera de los mismos, en el mercado OTC ("over the counter"). En el caso del mercado francés de obligaciones (bursátil) sucede lo mismo. Así pues, en todos estos mercados oficiales de organización fuertemente centralizada, la mayor parte de la negociación termina siendo el resultado de la operativa de especialistas o de búsqueda directa de la contrapartida, simplemente, vía teléfono, como en el mercado francés de valores a corto y medio plazo o en el británico y español. Una conclusión que se obtuvo en los trabajos de referencia de este documento es que los mercados centralizados, en la medida que implican normas estrictas para la cotización y negociación de valores, pueden provocar que los agentes tiendan a prescindir de ellos.

Un peligro derivado del funcionamiento de estos mercados oficiales centralizados puede consistir en que terminen empujando la liquidez "fuera del país": esto es lo que les ha sucedido a los mercados alemán e italiano. No se pretende que se trate de la única o fundamental razón, pero sí puede haber constituido un importante factor en ese sentido. Esto puede ser especialmente cierto en el caso italiano, porque las normas de funcionamiento del mercado telemático son particularmente rígidas y excluyentes: los miembros del mismo no pueden participar en ninguna transacción que no haya sido cotizada en el mercado electrónico, lo que parece ser especialmente incómodo para los no residentes. Otro tanto cabe pensar del mercado bursátil alemán: el sistema de corros que subsiste en el ámbito de la renta fija no parece ser adecuado para las dimensiones alcanzadas por la negociación en los mercados de deuda pública. Tampoco el selectivo sistema electrónico (denominado IBIS), creado en 1991 por la Deutsche Börse AG, ha tenido éxito en este sentido; en este caso, posiblemente, por razones similares a las aludidas para el mercado telemático.

⁽²¹⁾ En Francia, el mercado oficial de OAT (obligaciones del Tesoro) es un mercado bursátil, mientras, en el Reino Unido, la influencia de la organización y autoridades del London Stock Exchange es considerable.

¿Qué se quiere decir con "deslocalización de la liquidez"? Que las mejores contrapartidas no se encuentran a través del sistema de cotización-negociación oficial, sino fuera del mismo, y que, en la medida en que haya otros factores que incentiven que la localización física de la contrapartida se sitúe en centros financieros externos, se está alimentando un proceso de mayor envergadura: la deslocalización de la industria financiera. Este tipo de procesos se ha visto con claridad en los mercados alemán e italiano de deuda pública, en los que Londres se ha ido reforzando como centro de absorción de negocio e industria procedentes de estos países. En cambio, en los casos de Francia y España, este proceso no se ha evidenciado, al menos hasta ahora.

5.2. Creadores de mercado

En relación con la designación de las categorías de miembros del mercado y, en concreto, a la existencia o no de *creadores de mercado*, estos se encuentran en todos los países, a excepción de Alemania. En este país, en la práctica, en el mercado OTC, operan como especialistas en valores públicos los grandes bancos. Los criterios de selección de los creadores son relativamente similares en los distintos países y, también, parece que son frecuentes los problemas a los que dan lugar los comportamientos de algunas entidades a la hora de obtener o confirmar su condición de creador.

En cambio, se puede señalar como diferencia importante de los creadores de mercado españoles con sus homólogos franceses y británicos que en estos países existe una separación entre creadores del mercado de deuda pública y contrapartidas del banco central en las operaciones de regulación monetaria diarias o de "fine tuning". La confluencia de ambas condiciones en el mismo grupo y con los mismo criterios sólo se da, además de en España, en Italia⁽²²⁾.

⁽²²⁾ El que esto signifique o no mayores ventajas, relativas, para los creadores del mercado de deuda pública en España no es fácil de concluir, puesto que parecen existir concesiones a los creadores de mercado, en otros países, que no están presentes en el caso español. En Francia, los creadores tienen el privilegio de realizar pujas no competitivas antes y después de las subastas, por lo que pueden solicitar títulos que pagan al precio medio resultante de la subasta, después de conocer la reacción del mercado: hasta las 16 horas del día siguiente a la subasta. En el Reino Unido, han mantenido tradicionalmente el privilegio exclusivo de la toma a préstamo de valores.

Últimamente, este ha sido un tema en estudio en el mercado español. Por un lado, parece lógica la separación, habida cuenta de la distinta finalidad de la figura del creador de mercado, en el ámbito monetario o en el de deuda pública: en el primero, los creadores deberían, ante todo, ser capaces de transmitir al conjunto del sistema bancario, de la forma más rápida y precisa posible, el grado de restricción monetaria establecido por el banco central, en cada momento; por ello, ante todo, deberían ser participantes centrales en el mercado monetario. En el ámbito del mercado de deuda pública, en cambio, su función no está directamente relacionada con consideraciones de política monetaria. Por otra parte, algunos cambios relacionados con la regulación de los mercados a nivel de la Unión Europea, como la Directiva de Servicios de Inversión, y con los preparativos para la ejecución de la política monetaria de la Unión Monetaria, son elementos adicionales presentes en el debate sobre la distinción entre dos categorías de creadores.

La separación de ambos grupos, en cambio, puede encontrar, entre otros problemas, la formulación de unos criterios satisfactorios para la elección de los creadores del mercado monetario, que reflejen su condición de participantes fundamentales o más activos en el mismo. Los criterios cuantitativos sobre negociación en el mercado secundario de deuda pública o comportamiento en el primario, con todos los conocidos problemas que inducen, parecen terminar siendo más sólidos que los empleados para medir el "grado de activismo" en el mercado monetario. De hecho, en el Reino Unido (las tradicionales "Discount Houses") o en Francia (los "Opérateurs Principaux du Marché Monétaire") apenas si se ha modificado en el pasado la composición del grupo de creadores del mercado monetario ni, de hecho, se fijan los habituales períodos de evaluación, característicos de los creadores del mercado de deuda pública, muy probablemente, por las dificultades para encontrar criterios claros.

Por otra parte, el *mercado ciego* existe en la mayoría de países, a excepción de Italia (además de, lógicamente, Alemania). Y en los tres países en los que está presente, la sensación es de funcionamiento no totalmente satisfactorio. En todos ellos, el mercado ciego parece tener, en ocasiones, una finalidad más orientativa sobre los precios que efectiva, en el sentido de dar lugar a la transacción. Por esto, a menudo, se considera que el mercado ciego es una fuente de información restringida para el núcleo del mercado, a partir de la cual los participantes en el mismo buscan mejores precios en una relación bilateral, externa a este; en este sentido, el ciego constituiría una referencia de precios "máximos", con cotizaciones

de diferenciales oferta-demanda relativamente amplios. Este planteamiento, aun reflejando lo que sucede en momentos de incertidumbre en el mercado, omite una aportación básica del mercado ciego: que el propio "segundo escalón" (o mercado entre miembros, al margen del ciego) necesita, o al menos tiene a su disposición, una valiosísima fuente de información que termina orientando, con mayor o menor grado de determinación, las cotizaciones en el mismo.

La base de esto último se encuentra en el carácter de "firme" que tienen los precios y cantidades que aparecen en las pantallas de los *brokers* ciegos, lo que empuja a los participantes a cubrirse ante cambios inesperados en las condiciones del mercado; por el contrario, los precios que aparecen en las pantallas del resto de mediadores no son vinculantes, en el sentido de que no tienen implicaciones automáticas para los agentes cotizantes y, por tanto, no dan certeza al resto de participantes sobre la realización de las transacciones. Por último, cabe destacar que España es el país con mayor número de *brokers* ciegos: cuatro, frente a tres en el Reino Unido y uno en Francia. Las implicaciones de esta situación son difíciles de valorar, pero refleja con claridad un mayor grado de competencia entre los mediadores "ciegos" españoles.

5.3. Operaciones dobles

En cuanto al tipo de operaciones, el rasgo más interesante, que más distingue el funcionamiento de los distintos mercados, es el área de *operaciones dobles*. Aquí, el mercado español es, posiblemente, el más líquido en Europa: el segmento de *repos* y simultáneas es uno de los mayores atractivos del mercado español, sobre todo para grandes operadores que realizan una gestión muy activa de sus carteras.

El mercado de operaciones dobles es prácticamente inexistente en Alemania, solo se ha implantado en el Reino Unido, muy recientemente, en enero de 1996, y en el mercado francés se hubo de llevar a cabo, en 1993, una reforma legal, con el objeto de dotar a las operaciones dobles de una característica esencial de los *repos* o simultáneas españoles: el que se trata de dos operaciones a vencimiento independientes, lo que otorga completa seguridad jurídica sobre los valores o el efectivo a los participantes, en caso de que la contrapartida falle en la liquidación de la segunda operación. Por otra parte, la separación existente en Francia entre los sistemas de anotaciones en cuenta para valores a corto plazo (Saturne) y valores a

largo plazo y de renta variable (Sicovam) puede propiciar cierta segmentación en el mercado de deuda pública que, en principio, debería afectar igualmente al conjunto del mercado de repos.

El ejemplo británico es interesante en la valoración del mercado de dobles, pues su reciente introducción termina con una tradición reguladora restrictiva en este ámbito que consideraba las operaciones dobles como un mecanismo poco deseable, pues facilitaba la especulación. También resulta ilustrativo porque el giro experimentado en este país se produce en una época en la que se han elevado considerablemente las críticas hacia el funcionamiento especulativo de los mercados y, en concreto, hacia los riesgos que conlleva la operativa con dobles.

Posiblemente, la explicación última de la importancia de las operaciones dobles consista en que resultan una condición necesaria para que un mercado pueda ser considerado líquido, y que, a pesar de las posibilidades y potenciales consecuencias del "apalancamiento" que permiten, constituyen un atractivo muy importante en mercados globalizados y mutuamente competidores.

También resulta ilustrativo el caso alemán. La conocida estrategia de control monetario basado en objetivos intermedios de cantidades ha motivado que no solo los valores a corto plazo sino también los *repos* -en cuanto mecanismo que permite la adquisición temporal de valores a más largo plazo y, por tanto, la creación de activos líquidos a partir de los mismos- han sido desincentivados en el ámbito doméstico. De esta forma, los agentes participantes en el mercado de deuda pública (no residentes y los propios bancos alemanes) han terminado creando un mercado de *repos* con valores alemanes, en Londres, lo que, posiblemente, ha constituido el factor decisivo en la localización de gran parte de la negociación y de los propios operadores fuera del mercado alemán. Este es otro caso en el que se comienza a percibir un cambio en la actitud de las autoridades ante el desarrollo de los mercados: el Bundesbank ha anunciado recientemente que las cesiones temporales de valores (vía *repos*) del sistema bancario se excluyen de los pasivos computables en el coeficiente de caja, a partir de enero de 1997.

Entre los asuntos pendientes en la regulación del mercado español de dobles, que pueden generar cierto debate en el futuro, se pueden mencionar los siguientes. En primer lugar, la conveniencia o no de continuar con la distinción entre *repos* y

simultáneas, habida cuenta de la inevitable segmentación que introducen⁽²³⁾. En segundo lugar, en los mercados francés y británico, las operaciones dobles se ajustan a los términos de un "acuerdo marco" (o "master agreement"), que algunos operadores consideran conveniente: una posible explicación de la inexistencia del mismo en España se puede encontrar en el alto grado de "tutela" que el funcionamiento del sistema de anotaciones en cuenta permite, como se ilustrará posteriormente, lo que haría innecesaria una mayor dosis de seguridad jurídica⁽²⁴⁾. En tercer lugar, en fin, cabe mencionar, no en el ámbito regulador pero sí en la práctica habitual del mercado, la no aplicación de márgenes en las *repos* o simultáneas españolas (uno de los aspectos incluidos, por cierto, en los "acuerdos marco").

Con respecto a las dos últimas cuestiones mencionadas, se puede apuntar que cabe la posibilidad de que el mercado español termine evolucionando en el futuro hacia la formalización de algún tipo de acuerdo marco, en el que esté prevista la aplicación de márgenes en la valoración de los activos. La razón más importante se encuentra en el ámbito de la unificación de las políticas monetarias nacionales en el contexto de la unión monetaria, pues los preparativos en este ámbito apuntan en este sentido.

5.4. Sistemas de custodia, registro y liquidación de valores

También es necesario referirse a la importancia de estos *sistemas de custodia, registro y liquidación de valores*. A pesar de que todos los sistemas han evolucionado hacia los esquemas de anotaciones en cuenta y comunicación electrónica de las operaciones, existen diferencias globales notables. Sin entrar en los detalles técnicos, es posible afirmar que buena parte de la eficiencia del mercado

⁽²³⁾ La razón básica es que se trata de operaciones con aspectos económicos, fiscales y contables casi idénticos, siendo el propio SACDE el que las diferencia a través del establecimiento de una restricción a la disponibilidad de los valores en los *repos*. De forma progresiva, ambos tipos de operaciones se van configurando como propios de dos áreas distintas del mercado: *repos* en el área minorista y simultáneas en el área mayorista.

⁽²⁴⁾ Como razón adicional que explica el que, realmente, los agentes participantes no hayan planteado hasta ahora esta cuestión, se puede señalar la propia y elevada liquidez de las operaciones dobles.

español de deuda pública se basa en su sistema de registro y liquidación de valores⁽²⁵⁾. Dos aspectos se pueden comentar, como ejemplos de lo que se está sosteniendo: el grado de información que el sistema suministra y la seguridad y bajo coste de las transacciones dobles.

El SACDE y el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (STMD) ofrecen una amplitud y detalle de las transacciones efectuadas en el mercado secundario que no tiene parangón en otros mercados. Así ocurre con la identificación de los agentes contratantes de las transacciones, o con las condiciones específicas de las operaciones. Por ejemplo, en algunos mercados nacionales, las ventas, compras y posición mantenida por los no residentes en los mismos solo pueden ser estimadas de forma indirecta, a través de las estadísticas de la balanza de pagos.

Otro aspecto que revela la aportación del STMD y del SACDE al mercado español lo constituye el funcionamiento de las operaciones dobles. Una vez las partes contratantes de la operación *repo* o simultánea comunican los términos de las dos compraventas, el sistema administra automáticamente toda la vida del *repo*, hasta su vencimiento, incluyendo la liquidación de la segunda compraventa, sin necesidad de nuevas órdenes o comunicaciones. Esto significa una gran comodidad administrativa y seguridad para los agentes participantes y reduce el riesgo de liquidación de la segunda operación. En ningún otro sistema de registro y comunicación de las operaciones (con la excepción del Saturne francés) se dan estas facilidades: en todos, se han de llevar a cabo dos comunicaciones independientes, correspondientes a cada compraventa de la operación doble. Obsérvese que, además de los mayores costes de administración y riesgo de liquidación que esto implica para la segunda compraventa, en estos sistemas de anotaciones no se pueden conocer las operaciones dobles realizadas ni los saldos vivos existentes de las mismas.

Así pues, en el mercado español se conocen con más detalle, precisión y prontitud la negociación existente en el mismo y las posiciones mantenidas por los agentes participantes. Además, gran parte de esta información es difundida diariamente, pues las operaciones efectuadas por los miembros del mercado son

⁽²⁵⁾ Una razón que justifica las ventajas del mercado español en esta área se puede encontrar en que su diseño es relativamente reciente, de 1987, por lo que ha podido tomar la experiencia y desarrollos técnicos de otros mercados. Pero esta no es la única razón, pues otros mercados (como el telemático italiano, de 1988) son igualmente recientes.

recogidas y publicadas al cierre del mismo, de lo que se deriva una elevada transparencia.

5.5. Derivados de deuda pública

Por último, los *mercados oficiales de derivados* de deuda pública han evolucionado de forma paralela a la de los respectivos mercados oficiales del subyacente, en cuanto a su capacidad de concentrar o no la actividad. Los futuros sobre bonos alemanes e italianos se negocian en Liffe y en los respectivos mercados oficiales nacionales (DTB y MIF), siendo, además, mucho más importante la contratación de estos futuros en el mercado londinense, con una proporción (en 1995) de, aproximadamente, 7 a 3 en el caso Liffe-DTB y 8 a 2 entre Liffe y MIF. En cambio, no cristalizó, en su momento, el lanzamiento por Liffe del contrato de futuros sobre el bono español, de forma que Meffsa y Matif mantienen la exclusividad de sus respectivos mercados de futuros y opciones. Esta situación de los mercados de derivados da pie a pensar que los anclajes de la negociación del subyacente o del derivado en el mercado nacional terminan influyéndose mutuamente y dificultan la tendencia centralizadora de los mercados financieros europeos en Londres.

DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 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.
- 9529 **Juan Ayuso Huertas:** ¿Existe un *trade-off* entre riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés? (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9530 **Fernando Restoy:** Determinantes de la curva de rendimientos: hipótesis expectacional y primas de riesgo.
- 9531 **Juan Ayuso y María Pérez Jurado:** Devaluaciones y expectativas de depreciación en el SME. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9532 **Paul Schulstad and Ángel Serrat:** An Empirical Examination of a Multilateral Target Zone Model.
- 9601 **Juan Ayuso, Soledad Núñez and María Pérez-Jurado:** Volatility in Spanish financial markets: The recent experience.
- 9602 **Javier Andrés e Ignacio Hernando:** ¿Cómo afecta la inflación al crecimiento económico? Evidencia para los países de la OCDE.
- 9603 **Barbara Dluhosch:** On the fate of newcomers in the European Union: Lessons from the Spanish experience.
- 9604 **Santiago Fernández de Lis:** Classifications of Central Banks by Autonomy: A comparative analysis.
- 9605 **M.ª Cruz Manzano Frías y Sofía Galmés Belmonte:** Políticas de precios de las entidades de crédito y tipo de clientela: efectos sobre el mecanismo de transmisión. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9606 **Malte Krüger:** Speculation, Hedging and Intermediation in the Foreign Exchange Market.
- 9607 **Agustín Maravall:** Short-Term Analysis of Macroeconomic Time Series.
- 9608 **Agustín Maravall and Christophe Planas:** Estimation Error and the Specification of Unobserved Component Models.
- 9609 **Agustín Maravall:** Unobserved Components in Economic Time Series.
- 9610 **Matthew B. Canzoneri, Behzad Diba and Gwen Eudey:** Trends in European Productivity and Real Exchange Rates.
- 9611 **Francisco Alonso, Jorge Martínez Pagés y María Pérez Jurado:** Agregados monetarios ponderados: una aproximación empírica. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9612 **Agustín Maravall and Daniel Peña:** Missing Observations and Additive Outliers in Time Series Models.
- 9613 **Juan Ayuso and Juan L. Vega:** An empirical analysis of the peseta's exchange rate dynamics.
- 9614 **Juan Ayuso :** Un análisis empírico de los tipos de interés reales *ex-ante* en España.
- 9615 **Enrique Alberola Ila:** Optimal exchange rate targets and macroeconomic stabilization.

- 9616 **A. Jorge Padilla, Samuel Bentolila and Juan J. Dolado:** Wage bargaining in industries with market power.
- 9617 **Juan J. Dolado and Francesc Marmol:** Efficient estimation of cointegrating relationships among higher order and fractionally integrated processes.
- 9618 **Juan J. Dolado y Ramón Gómez:** La relación entre vacantes y desempleo en España: perturbaciones agregadas y de reasignación.
- 9619 **Alberto Cabrero y Juan Carlos Delrieu:** Elaboración de un índice sintético para predecir la inflación en España. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9620 **Una-Louise Bell:** Adjustment costs, uncertainty and employment inertia.
- 9621 **M.ª de los Llanos Matea y Ana Valentina Regil:** Indicadores de inflación a corto plazo.
- 9622 **James Conklin:** Computing value correspondences for repeated games with state variables.
- 9623 **James Conklin:** The theory of sovereign debt and Spain under Philip II.
- 9624 **José Viñals and Juan F. Jimeno:** Monetary Union and European unemployment.
- 9625 **María Jesús Nieto Carol:** Central and Eastern European Financial Systems: Towards integration in the European Union.
- 9626 **Matthew B. Canzoneri, Javier Vallés and José Viñals:** Do exchange rates move to address international macroeconomic imbalances?
- 9627 **Enrique Alberola Ila:** Integración económica y unión monetaria: el contraste entre Norteamérica y Europa.
- 9628 **Víctor Gómez and Agustín Maravall:** Programs TRAMO and SEATS.
- 9629 **Javier Andrés, Ricardo Mestre y Javier Vallés:** Un modelo estructural para el análisis del mecanismo de transmisión monetaria: el caso español.
- 9630 **Francisco Alonso y Juan Ayuso:** Una estimación de las primas de riesgo por inflación en el caso español.
- 9631 **Javier Santillán:** Política cambiaria y autonomía del Banco Central.
- 9632 **Marcial Suárez:** Vocábula (Notas sobre usos lingüísticos).
- 9633 **Juan Ayuso and J. David López-Salido:** What does consumption tell us about inflation expectations and real interest rates?
- 9701 **Víctor Gómez, Agustín Maravall and Daniel Peña:** Missing observations in ARIMA models: Skipping strategy versus outlier approach.
- 9702 **José Ramón Martínez Resano:** Los contratos DIFF y el tipo de cambio.
- 9703 **Gabriel Quirós Romero:** Una valoración comparativa del mercado español de deuda pública.

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

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