

LOS MERCADOS
FINANCIEROS
ORGANIZADOS
EN ESPAÑA

Miguel Pellicer

Banco de España - Servicio de Estudios
Estudios Económicos, nº 50 - 1992

No ha sido posible incluir los gráficos que figuran en la versión impresa de esta publicación, por no disponerse de ficheros electrónicos con la suficiente calidad. En su lugar hay un espacio en blanco.

LOS MERCADOS FINANCIEROS ORGANIZADOS EN ESPAÑA

Miguel Pellicer

Banco de España - Servicio de Estudios
Estudios Económicos, nº 50 - 1992

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: 0213-2699

ISBN: 84-7793-142-9

Depósito legal: M-6251-1992

Imprenta del Banco de España

INDICE

	<u>Páginas</u>
NOTA PREVIA	9

PARTE PRIMERA

MERCADOS FINANCIEROS

I. INTRODUCCION A LOS MERCADOS FINANCIEROS...	13
I.1. Concepto.....	13
I.2. Fases.....	13
I.3. Operaciones.....	14
I.4. Tipología.....	15
I.5. Riesgos.....	17
II. ORGANIZACION DE LOS MERCADOS FINANCIEROS..	19
II.1. Sistema de cotización-contratación.....	19
II.1.1. Mercados descentralizados.....	20
II.1.2. Mercados centralizados.....	21
II.1.3. Mercados cerrados.....	23
II.2. Sistema de compensación-liquidación.....	24
II.2.1. Seguridad.....	24
II.2.2. Agilidad.....	26
II.2.3. Economía.....	26
II.3. Conclusiones.....	30

PARTE SEGUNDA

MERCADOS FINANCIEROS ORGANIZADOS EN ESPAÑA

III.	RASGOS GENERALES	33
III.1.	Antecedentes	33
III.1.1.	Política monetaria	34
III.1.2.	Déficit público	35
III.1.3.	Mercados bursátiles	44
III.2.	Organización actual	48
IV.	MERCADOS INTERBANCARIOS	53
IV.1.	Servicio Telefónico del Mercado de Dinero	53
IV.1.1.	Antecedentes	53
IV.1.2.	Como organizador de los mercados interbancarios	55
IV.1.3.	Otras funciones	57
IV.2.	Mercado interbancario de depósitos	59
IV.2.1.	Instrumento negociado	60
IV.2.2.	Miembros	61
IV.2.3.	Operativa	61
IV.2.4.	Tipos de interés	67
IV.2.5.	Integración con otros mercados	68
IV.3.	Mercado interbancario de certificados del Banco de España	69
IV.3.1.	Instrumento negociado	69
IV.3.2.	Operaciones	70
IV.3.3.	Función	70
IV.3.4.	Negociación	71
V.	MERCADOS OFICIALES DE VALORES	75
V.1.	Mercado de Deuda Pública Anotada	76
V.1.1.	El Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda Pública	77
V.1.2.	Mercado primario	79
V.1.3.	Miembros del mercado	84
V.1.4.	Ambitos de negociación	86

	<u>Páginas</u>
V.1.5. Operativa	90
V.1.6. Tipos de interés	95
V.2. Mercados bursátiles	97
V.2.1. Mercado primario	97
V.2.2. Organización del mercado secundario	100
V.2.3. Miembros y órganos rectores	101
V.2.4. Instrumentos negociados	102
V.2.5. Sistemas de negociación	105
V.2.6. Compensación y liquidación	112
V.2.7. Evolución de la contratación	114
V.2.8. Segundo mercado	117
V.3. Mercados de futuros y opciones	118
V.3.1. Introducción	118
V.3.2. Antecedentes en España	130
V.3.3. Regulación	131
V.3.4. Organización	132
V.3.5. Contratos negociados	133
V.3.6. Evolución de la negociación	137
VI. MERCADOS NO OFICIALES	141
VI.1. Antecedentes	141
VI.2. Organización del mercado AIAF	144
VI.2.1. Organismo rector	144
VI.2.2. Valores admitidos a negociación	144
VI.2.3. Miembros del mercado	146
VI.2.4. Cotización y contratación	146
VI.2.5. Funciones de ESPACLEAR	147
VI.2.6. Negociación	148
VI.2.7. Tipos de interés	151
VII. OTROS MERCADOS	153
VII.1. Introducción	153
VII.2. Mercado de FRAs	154
VII.2.1. Instrumento negociado	154
VII.2.2. Miembros del mercado	158
VII.2.3. Cotización y negociación	158
VII.2.4. Compensación y liquidación	158
VII.2.5. Evolución de la negociación	159

	<u>Páginas</u>
VIII. MERCADOS DE DIVISAS	161
VIII.1. Introducción	161
VIII.1.1. Operaciones económicas con el exterior	162
VIII.1.2. Mercados exteriores y mercados de divisas	169
VIII.2. Mercado español de divisas	169
VIII.2.1. Antecedentes.....	169
VIII.2.2. Delimitación	170
VIII.2.3. Instrumento negociado.....	172
VIII.2.4. Miembros del mercado.....	174
VIII.2.5. Organización	175
VIII.2.6. Operaciones.....	177
VIII.2.7. Actuación	178

NOTA PREVIA

El origen de este trabajo son los apuntes preparados para un cursillo de igual título, impartido los dos últimos años en el Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI).

Su corta duración, doce sesiones, y la metodología utilizada, reparto previo del material y dedicación de las sesiones únicamente a debatir las cuestiones más problemáticas o actuales, explican el carácter introductorio de estas páginas, en las que se ha preferido dar una visión global de los mercados financieros operantes en España, antes que profundizar en los múltiples temas enunciados. Únicamente dos de ellos, la justificación de la existencia de los mercados derivados organizados y la naturaleza de los mercados de divisas, se tratan con amplitud algo mayor, dadas las dificultades que en la práctica ha presentado su comprensión. El lector mínimamente iniciado puede prescindir sin mayor problema de los epígrafes correspondientes.

Por su parte, la conveniencia de mencionar en cada capítulo lo esencial del correspondiente mercado ha llevado a incurrir en algunas repeticiones, de las que, posiblemente, el ejemplo más notorio es la instrumentación de la política monetaria por el Banco de España, dado que se realiza simultáneamente en tres mercados, sin contar el de divisas.

La información estadística proporcionada es sumaria, buscando únicamente mostrar los rasgos estructurales más significativos de los diferentes mercados. Sin embargo, cualquier ampliación o actualización es sencilla, consultando las Cuentas Financieras de la Economía Española y los capítulos 11 a 13 del Boletín Estadístico del Banco de España, de donde procede la información incluida, salvo mención en contrario.

También el título elegido merece alguna explicación. En particular, la inclusión en él del término «organizados» sólo se justifica si de la organización de los mercados financieros se admite un concepto tan elástico como para incluir, desde la férrea estructuración del mercado bursátil a la

extrema flexibilidad del mercado de FRAs. En cualquier caso, la heterogeneidad que desde cualquier otro punto de vista presentan los mercados comentados (primarios y secundarios, crediticios y de valores, contado y derivados, etc.) ha aconsejado esta delimitación. Consecuencia de ella es la primera parte, dedicada a precisar la terminología relativa a la organización de los mercados que luego se utiliza, y el índice elegido (mercados interbancarios, oficiales, no oficiales y de divisas), discutible en muchos aspectos.

Finalmente, quiero expresar mi agradecimiento a José Pérez, Gonzalo Gil, Pedro Martínez Méndez, Sebastián Ubiría, Javier Alonso, Susana Núñez, Soledad Núñez, María Luisa Leyva y Carlos Chuliá, por sus valiosos comentarios.

Enero 1992

PARTE PRIMERA

MERCADOS FINANCIEROS

I

INTRODUCCION A LOS MERCADOS FINANCIEROS

I.1. Concepto

El encuentro entre la oferta y la demanda de una determinada mercancía se produce en su correspondiente *mercado*. Si en este encuentro surge el acuerdo, se producen las compraventas, caracterizadas por su precio, por la cantidad de mercancía intercambiada y por la fecha pactada para su entrega y pago.

Salvo en los mercados de trueque, reales o financieros (swaps), en los que se intercambia una mercancía por otra, en todos los mercados se intercambia dinero como contraprestación de las mercancías negociadas. Dado que en todos los casos el dinero cumple la función de medio de pago, es la mercancía intercambiada la que caracteriza al correspondiente mercado (1).

Por tanto, un *mercado es financiero* cuando la mercancía contratada en él es un instrumento financiero, es decir, un reconocimiento de deuda a favor de su poseedor, para quien es un activo, y en contra de su emisor, para quien es un pasivo.

I.2. Fases

El proceso completo para consumir la compraventa de un instrumento financiero en su correspondiente mercado abarca diversas fases. La

(1) De ahí que expresiones habituales, como «mercado de dinero» o «precio de dinero», no sean correctas en sentido estricto.

primera es la de *cotización*, en la que oferentes y demandantes indican, con carácter firme u orientativo, a qué precio y por qué cantidad están dispuestos a operar. En la fase de *contratación* (o negociación) se produce el acuerdo entre oferentes y demandantes, quedando fijadas las obligaciones de ambas partes: básicamente la del vendedor, de entregar el instrumento financiero contratado, y la del comprador, de pagar el precio acordado, normalmente en una fecha fija. En la fase de *liquidación*, vendedor y comprador cumplen sus compromisos recíprocos asumidos en la contratación, normalmente mediante la transferencia efectiva del instrumento financiero y del dinero.

Además de estas fases imprescindibles, entre la contratación y la liquidación puede existir una fase de *compensación* destinada a transformar en saldos netos los saldos brutos pendientes de liquidar, consecuencia de las operaciones contratadas.

Considerando el proceso de intercambio más amplio, las cuatro fases que incluye pueden agruparse en dos sistemas definidos por sendas problemáticas diferentes, aunque fuertemente interrelacionadas.

El primero es el *sistema de cotización-contratación*, cuyo principio rector es el acercamiento a un mercado perfecto, en el que cualquier participante puede operar en todo momento al mejor precio.

Por su parte, el *sistema de compensación-liquidación* abarca desde que la contratación ha sido comprobada y cerrada hasta la finalización del proceso de liquidación. Esto explica su íntima relación con el sistema de contratación, por un lado, y con el *sistema de pagos*, por otro. A partir de esta doble limitación, de importancia fundamental, el principio rector del sistema es lograr el máximo de eficiencia en el proceso de liquidación, medible por los niveles alcanzados de seguridad, agilidad y economía en el proceso de transferencias de instrumentos y de dinero con que culmina la liquidación.

1.3. Operaciones

Para clasificar los principales tipos de transacciones (operaciones) que pueden realizarse en los mercados financieros, un criterio básico es en función del número de compraventas a que se refieren los compromisos adquiridos en la fase de contratación. Si dichos compromisos se refieren a una sola compraventa, se trata de *operaciones simples*, que se subdividen en *operaciones al contado*, cuando se acuerda que entre la fecha de contratación y la de liquidación medie un número determinado de días naturales o hábiles, específico para cada mercado, y *operaciones a plazo*, cuando media un número superior de días.

Por su parte, las *operaciones dobles* constan de dos compraventas de signo opuesto entre los mismos participantes, relativas a la misma clase y cantidad de instrumentos financieros y ambas a precio fijo (2). En estas operaciones, la fecha de liquidación de la segunda compraventa puede ser, bien *fija*, o bien una *fecha límite*, cuando se acuerda que, antes de llegar a ella, una de las partes, o las dos, tiene(n) el derecho de, *a la vista o con preaviso*, establecer una fecha de liquidación anterior. Cuando este derecho se ejerce, el precio de la segunda compraventa se calcula en función del tipo de interés implícito en la diferencia de precios acordados para la compraventa inicial y la de la fecha límite (3).

Cuando los instrumentos intercambiados en una operación doble son de libre disposición para el adquirente, es decir, que puede realizar con ellos todo tipo de transacciones, las operaciones dobles se denominan *simultáneas*. Es evidente que si los instrumentos adquiridos en la compraventa inicial se venden en una operación simple o en una doble cuya segunda compraventa se liquide con posterioridad a la compraventa de retorno de la simultánea inicial, se habrá generado un *descubierto*, con sus consiguientes riesgos. Para evitarlos, existen otras operaciones dobles, denominadas *cesiones temporales*, en las que la disponibilidad de los instrumentos adquiridos en la compraventa inicial está limitada, ya que con ellos no pueden realizarse en ningún caso operaciones simples ni simultáneas; respecto a realizar con ellos cesiones temporales, sólo es posible si la fecha de liquidación de la compraventa de retorno de éstas no es posterior a la de liquidación de la segunda compraventa de la cesión temporal inicial (4).

I.4. Tipología

Dado que la tipología aplicable a los mercados financieros es prácticamente inagotable, únicamente van a recordarse las clasificaciones más comunes.

El primer grupo de ellas atiende al *instrumento financiero* intercambiado. Dada su variedad, casi infinita, los diferentes grupos se establecen en función de las características que se juzgan más representativas para cada estudio. Así, en función de su *naturaleza jurídica*, se distingue

(2) No hay que confundir esta operación con el denominado préstamo o alquiler de valores, en el que la disponibilidad de éstos se cede durante cierto tiempo, a cambio de una remuneración.

(3) Según las fechas de liquidación de las dos operaciones que integran la doble, las dos compraventas pueden ser al contado, las dos a plazo, o una de cada clase.

(4) En la regulación jurídica y contable estas cesiones temporales se denominan compraventas con pacto de recompra (o de retrocesión).

entre mercados de acciones, de obligaciones, de depósitos, de pagarés, etcétera; según su *liquidez*, se habla de mercados monetarios, con alta liquidez, o de mercados de capitales; considerando su *forma de rentabilidad*, se separan en mercados de renta fija y de renta variable; atendiendo a su *negociabilidad*, se distingue entre mercados de valores, que son negociables, y mercados crediticios, que no lo son; etc.

Si bien la utilidad de estas clasificaciones, la mayoría compatibles entre sí, es evidente, las barreras que establecen no siempre son suficientemente nítidas. Esto plantea en la práctica no pocos problemas, especialmente agudizados a medida que la *innovación financiera* ha ido creando instrumentos financieros cada vez más complejos.

Una segunda clasificación, posiblemente la más significativa desde el punto de vista financiero, es la que, basándose en si el emisor del instrumento financiero recibe o no nueva financiación, distingue entre *mercados primarios*, en los que nacen y mueren los instrumentos financieros y la deuda que reconocen, y *mercados secundarios*, en los que el intercambio de instrumentos financieros preexistentes origina el cambio de acreedor.

La tercera clasificación que va a citarse es la que distingue entre *mercados directos e indirectos*. En los primeros, los instrumentos financieros emitidos por los demandantes últimos de financiación (instrumentos directos) son adquiridos directamente por los oferentes últimos de financiación. En cambio, en los mercados indirectos los instrumentos directos son adquiridos por *intermediarios financieros* con la financiación que captan emitiendo instrumentos financieros diferentes (denominados indirectos) (5).

Finalmente, un cuarto criterio para clasificar mercados es en función de las operaciones simples que en ellos se negocian. Se distingue así entre *mercados al contado*, en los que, lógicamente, se negocian operaciones al contado, y *mercados derivados*, en los que se contratan operaciones a plazo. Estas operaciones a plazo pueden ser bien «a medida», con las características que libremente pacten las partes contratantes, o bien tener *normalizados* la clase y número de instrumentos financieros objeto de cada compraventa aplazada (contrato) y su fecha de liquidación, en cuyo caso se denominan *futuros*.

Una forma especial de operativa a plazo son las *opciones*, en las que su comprador adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar (si se trata de una opción de compra) o vender (si la opción es de venta) de-

(5) A veces, en esta clasificación se distinguen, como tercer grupo, los *mercados interbancarios*, en los que instrumentos financieros indirectos pueden ser adquiridos sólo por intermediarios financieros. Sin embargo, como se verá más adelante, mercado interbancario se utiliza aquí para designar un tipo específico de mercado cerrado.

terminados instrumentos financieros a un precio fijo, en una fecha concreta (opciones europeas) o hasta una fecha límite (opciones americanas). También las opciones pueden ser «a medida» o normalizadas (6).

I.5. Riesgos

De la especificidad de cada uno de los sistemas mencionados en I.2 deriva que presenten riesgos claramente diferenciados.

El riesgo más característico del sistema de cotización-contratación, el *riesgo de contratación*, a veces llamado de liquidez, es el de no poder operar en todo momento al mejor precio posible, riesgo tanto mayor cuanto más lejos esté el mercado de tener las características, que se mencionan posteriormente, de un mercado perfecto. Intentar su disminución, a nivel agregado, explica la evolución de las estructuras organizativas que luego se comentan. A nivel individual, la disminución de este riesgo, máximo en los mercados de búsqueda directa, tiene, según los casos, el coste de dicha búsqueda, de la comisión de los mediadores, del diferencial entre precios de compra y venta de los especialistas, o del corretaje de los miembros del mercado (7).

Por su parte, los riesgos más característicos del sistema de compensación-liquidación son los denominados riesgo de liquidación (o de ejecución) y riesgo de sistema. El *riesgo de liquidación* consiste en la posibilidad de incurrir en pérdidas como consecuencia de que la contrapartida no cumpla, en el momento acordado, el compromiso, asumido en la fase de contratación, de entregar el instrumento negociado o realizar su pago.

En el período de tiempo en el que este riesgo está vigente pueden existir dos subperíodos, que obedecen a motivaciones diferentes. El primer subperíodo es voluntario y se origina si ambas partes acuerdan retrasar la liquidación de la operación, como sucede en las operaciones a plazo. El segundo es obligatorio, ya que comprende el mínimo de tiempo necesario para que la liquidación pueda producirse. A este segundo subperíodo se refiere el riesgo de liquidación en sentido estricto, asociado a la eficacia de la organización del sistema de compensación-liquidación.

Dejando aparte los errores, para que el riesgo de liquidación llegue a materializarse, es condición previa que el incumplidor haya operado incu-

(6) Como se verá más adelante, futuros y opciones normalizados se negocian en mercados altamente organizados, en los que una cámara de compensación se interpone entre comprador y vendedor, ofreciendo contrapartida a ambos.

(7) Véase el apartado II.1.

rriendo en descubierto, es decir, comprometiendo la entrega del instrumento o del dinero sin disponer de ellos (8).

Por su parte, el *riesgo de sistema* consiste en la posibilidad de que, como consecuencia de una liquidación fallida, no puedan realizarse otras liquidaciones, en virtud de un proceso de transmisión que puede llegar a afectar al conjunto del mercado, o incluso de todo el sistema financiero nacional e internacional.

Por tanto, para que el riesgo de sistema llegue a materializarse, ha de hacerlo previamente el *riesgo de liquidación* y, además, deben darse las condiciones para que pueda existir un *proceso de traslación* de sus consecuencias hacia terceros, que alcance el nivel de generalidad que lo caracteriza.

Si este nivel de generalidad alcanza magnitud suficiente, puede llegar a producir un colapso de los sistemas de pagos que lleve a minar la confianza en el conjunto del sistema financiero, llegando a afectar incluso a quien no ha participado de ninguna forma en los mercados financieros.

Esta formulación, pese a sus evidentes tintes alarmistas, pone de manifiesto el rasgo más significativo del riesgo de sistema: su carácter de *riesgo social* y, por tanto, asimétrico, en el sentido de que los posibles perjudicados por su materialización no coinciden con los que se benefician de las prácticas generadoras del riesgo: básicamente, la operativa en descubierto y las formas organizativas tendentes a ahorrar costes de liquidación, que potencian el encadenamiento de operaciones. Como consecuencia, tal y como lo confirma la experiencia práctica, no cabe esperar de los participantes en un determinado mercado que estén dispuestos a pagar, de forma espontánea, un precio por disminuir o suprimir la parte del riesgo de sistema que ellos no soportan. Precisamente, la existencia de la asimetría citada justifica la *regulación y supervisión*, pública o privada, de los procesos de liquidación en los mercados financieros, y de los agentes que participan en estos procesos.

(8) El descubierto puede ser inicial o sobrevenido. En este último caso si, tras haber contratado la entrega de algo disponible, se pierde posteriormente esta disponibilidad. Salvo los errores citados, no se contempla otra posibilidad de que, contando con dinero o con el instrumento contratado, no se entreguen.

II

ORGANIZACION DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los diversos grados de organización que presentan los diferentes mercados obedecen básicamente a situaciones de equilibrio entre intentos de alcanzar los principios rectores de los sistemas mencionados en el apartado I.2, por un lado, y los costes y riesgos que ello implica, por otro.

II.1. Sistema de cotización-contratación

Comenzando por el sistema de cotización-contratación, los parámetros más representativos del grado de acercamiento a un mercado perfecto son: por un lado, los niveles alcanzados de profundidad, amplitud y elasticidad, y, por otro, el ahorro en los costes de transacción, cuyo principal componente es el coste de información.

Un mercado es tanto más *profundo* cuanto más posiciones compradoras y vendedoras existan, o puedan llegar a existir rápidamente, en torno al precio al que se puedan cruzar más operaciones. Por su parte, un mercado es tanto más *amplio* cuanto mayores importes tengan las posiciones citadas en el párrafo anterior. Finalmente, el concepto de *elasticidad* incluye el de *transparencia* (capacidad de generar y difundir información sobre precios y cantidades), pero lo trasciende, ya que incluye, además, la posibilidad de operar en el mercado en función de la información recibida, mientras ésta continúa siendo veraz.

Todo avance organizativo hacia el mercado perfecto tiene unos costes fijos y variables en los que únicamente tiene sentido incurrir si resultan inferiores a las ventajas obtenidas: básicamente, un ahorro en los

costes de información o búsqueda de la mejor contrapartida. Normalmente, este ahorro, que, simplificando, explica los diversos niveles de organización alcanzados en el sistema de cotización-contratación, depende del volumen de negociación, del número de participantes, del número e importe de las operaciones y de la variabilidad del precio del instrumento negociado.

II.1.1. Mercados descentralizados

La forma organizativa del sistema de cotización-contratación más elemental es la *búsqueda directa*. En ella, quien desea comprar o vender un instrumento financiero debe localizar, por sus propios medios, a los potenciales vendedores o compradores. En estas condiciones, lo sumamente costoso de acceder individualmente a una información actualizada y completa provoca, además de lentitud, que transacciones realizadas simultáneamente se contraten a diferentes precios, frecuentemente alejados del mejor posible. Esta organización, o más correctamente la falta de ella, corresponde a mercados de instrumentos con tan escasa negociación que no hacen rentable la existencia de entidades especializadas en facilitar el proceso de cotización-contratación. Es el caso, en nuestro país, de las acciones de pequeñas y medianas empresas.

Con mayor volumen de negociación puede surgir el nivel de organización, algo mayor, que caracteriza el *mercado de mediadores* (brokered market). Su actuación resulta viable en la medida que son capaces de prestar sus servicios de búsqueda y asesoramiento a cambio de unas comisiones inferiores al coste de búsqueda de los participantes. Para ello, deben contar con suficientes economías de escala, proporcionadas por un bajo coste marginal en el uso de los servicios de información y por un conocimiento del mercado y de las necesidades de sus clientes que les permita ofrecer alternativas. La existencia de mediadores agiliza los procesos de cotización-contratación y permite un mayor agrupamiento de los precios contratados en torno al mejor posible. Entre nosotros, un ejemplo de mercado de mediadores puede ser el interbancario de depósitos.

Mayores niveles de contratación pueden hacer rentable la actuación en el mercado de entidades especializadas en aportar liquidez, al acortar el proceso de búsqueda ofreciendo contrapartida por cuenta propia. Ello da lugar a la aparición de los *mercados de especialistas* (dealer markets), de los que puede ser ejemplo el mercado español de deuda anotada. Cuando la aportación de liquidez implica un compromiso formal, que incluye operaciones con otros especialistas, estas entidades se denomi-

nan *creadores de mercado*. Una vez más, su existencia depende de que el volumen de negociación haga rentable su actividad.

Los especialistas y creadores de mercado cubren sus costes, incluyendo el del riesgo de liquidez que asumen, mediante el *diferencial* entre los precios de venta y de compra que practican. Lógicamente, cuanto más estrecho es este diferencial menor fragmentación existe en el mercado. Juega a favor del estrechamiento de diferenciales, ante todo, la competencia entre especialistas, que será tanto mayor cuanto más elevado sea el número de ellos que el mercado puede sustentar. Por su parte, diferentes apreciaciones del riesgo, del valor del instrumento y de la situación del mercado, así como diferentes estrategias tienden a favorecer la diversidad de precios.

En cualquier caso, la existencia de especialistas no suprime los costes de búsqueda, que tenderán a ser tanto mayores cuanto más elevado sea su número. Ello explica que puedan existir *mediadores* para facilitar el contacto tanto de participantes con especialistas, como de los especialistas entre sí. Un ejemplo en nuestro país de la primera forma de actuación son las entidades gestoras de deuda anotada cuando buscan contrapartida a sus clientes. La segunda de las formas de actuación citadas es la que llevan a cabo los mediadores entre titulares de cuenta en la Central de Anotaciones de Deuda Pública.

Dado el carácter mayorista que reviste la actuación de los especialistas, puede llegar a serles rentable contribuir a otra forma de disminución del coste de búsqueda para su clientela institucional o para otros especialistas: se trata de contratar los *servicios de distribución de información especializados*, tales como Reuter, Telerate, etc.

II.1.2. Mercados centralizados

Pese a sus evidentes ventajas frente a las formas organizativas previamente citadas, el mercado de especialistas no está exento de inconvenientes. Derivan, en primer lugar, de que puede seguir siendo costoso averiguar qué especialista ofrece el mejor precio, en particular si su número es elevado. En segundo lugar, derivan de la existencia del diferencial entre los precios de compra y de venta que practican los especialistas, diferencial que, en parte, podría repartirse entre comprador y vendedor si existiera un procedimiento, con costes menores que dicho diferencial, capaz de asegurar la agilidad de las transacciones.

A estos factores se debe la aparición de los *mercados centralizados*, en los que las cotizaciones confluyen en un mismo lugar, al que tienen

fácil acceso los participantes. El citado lugar puede ser *físico*, en cuyo caso ofertas y demandas se formulan de viva voz, de acuerdo con reglas establecidas, tendentes a potenciar la seguridad y fluidez de las transacciones. El ejemplo más característico de estos sistemas son los corros de las bolsas de valores tradicionales. El lugar puede ser *electrónico*, siempre que el volumen de contratación pueda hacer rentable los altos costes fijos que implica el sistema. A cambio de ellos, son evidentes las ventajas que, frente a los procedimientos físicos de contratación, puede presentar la conexión telemática entre los participantes en un mercado. En nuestro país, un ejemplo de procedimiento electrónico de cotización-contratación centralizado puede ser el utilizado por las bolsas de valores en el denominado mercado continuo.

Los dos tipos de mercados centralizados operan mediante técnicas de *subasta*, posibles por la confluencia simultánea de gran número de ofertas y de demandas, lo que minimiza los costes de información y agiliza las transacciones sin incurrir en los costes que implica el diferencial de los especialistas. Lógicamente, las técnicas de subasta son tanto más eficaces cuanto mayor es el número de ofertas y demandas competitivas que son capaces de hacer confluir. Por tanto, resuelta mediante la centralización la cuestión de la concentración espacial de las cotizaciones, se plantea la de su *concentración temporal*. Para decidir la duración del período de contratación de un mercado, junto a temas relacionados con el volumen de contratación se plantea el de la variabilidad de precios del instrumento cotizado. Esta duración tiende a ser mayor cuanto más elevados son el volumen de contratación y la variabilidad de precios. Esto explica la existencia, en primer lugar, de mercados centralizados *discretos*, en los que la contratación de cada instrumento, o de cada conjunto homogéneo de ellos, se desarrolla durante períodos de tiempo relativamente cortos. El ejemplo más característico son los tradicionales corros bursátiles. Por el contrario, en los mercados centralizados *continuos* la contratación se produce durante períodos de tiempo relativamente largos, e incluso ininterrumpidos. Los procedimientos electrónicos de centralización favorecen la existencia de este tipo de mercados, del que puede servir como ejemplo entre nosotros el mercado continuo bursátil.

La centralización de mercados tiene unos costes fijos relativamente elevados, más altos en los electrónicos que en los físicos, y en los continuos que en los discretos. Además, aunque en distintos grados, los recursos disponibles son limitados en todos los casos. La necesidad de optimizar estos recursos explica que existan barreras de entrada destinadas a seleccionar los instrumentos negociables en los diferentes sistemas: los llamados *requisitos de admisión a cotización*, relacionados tanto con el volumen y frecuencia de contratación como, en especial, destinados a disminuir el coste que para los participantes en el mercado tiene

obtener *información sobre la situación económica del emisor* de los instrumentos financieros admitidos a cotización, es decir, para conocer el *riesgo de crédito* de éstos.

El significado de estos requisitos hay que relacionarlo con lograr una menor variabilidad de los precios. En el primer caso, favoreciendo los instrumentos más líquidos, de forma que la profundidad y amplitud del mercado quede reforzada. En el segundo, intentando prevenir alteraciones del precio de mercado del instrumento, originadas por cambios en la solvencia de su emisor.

II.1.3. Mercados cerrados

Hasta ahora, se ha hecho mención, esencialmente, a la posibilidad de incurrir en pérdidas por no obtener el mejor precio posible, ya sea porque durante el período de cotización-contratación el precio de mercado del instrumento negociado hubiera evolucionado desfavorablemente, ya porque en el momento de contratar existieran mejores precios que el obtenido.

Otra posibilidad de incurrir en pérdidas deriva de errores cometidos al concretar el *precio o el instrumento* contratado, con probabilidad tanto mayor cuanto más ágil sea el procedimiento de cotización-contratación (1). Estos errores, aparte de generar pérdidas individuales, pueden llegar a afectar gravemente la seguridad de todas las transacciones, anulando cualquier avance logrado en la organización del sistema de cotización-contratación. De ahí que cuanto más organizado sea éste, con los consiguientes costes, más importante sea evitarlos. El procedimiento más frecuente para lograrlo es dotar al sistema de *barreras de entrada*, ahora relativas a los participantes en el mercado. Surgen así los *mercados cerrados*, en los que para poder operar se exigen determinados requisitos, que normalmente se refieren a la honorabilidad, profesionalidad y solvencia.

Con ello nace la diferenciación entre la figura del *participante* en un mercado, que es el comprador o vendedor último, y la del *miembro negociador*, que es quien puede operar en un mercado cerrado y quien asume los riesgos antes comentados. Las relaciones entre los participantes y el miembro negociador que actúa por cuenta de ellos se rigen por un

(1) Estos errores pueden afectar también al soporte técnico más o menos complejo que sustenta la cotización-contratación, incluida su red de comunicaciones, de forma que la contratación experimente retrasos o llegue a colapsarse. Este riesgo tecnológico es tanto mayor cuanto más elevado es el nivel de organización de un mercado y afecta a todos sus participantes.

sistema de *órdenes* de compra o venta (limitadas, por lo mejor, condicionadas, etc.).

A su vez, entre los miembros negociadores, que como tales actúan siempre en el mercado en *nombre propio*, hay que distinguir entre quienes sólo pueden actuar *por cuenta ajena*, sólo *por cuenta propia* o *de ambas formas* a la vez. Por ejemplo, en nuestros mercados bursátiles, las agencias de valores y bolsa sólo pueden operar por cuenta ajena, mientras que las sociedades de valores y bolsa pueden operar por cuenta propia y por cuenta ajena, salvo que mediante una declaración de actividades restrictiva renuncien a una de las dos posibilidades.

Cuando el miembro negociador puede actuar de ambas formas en su relación con el participante, éste asume riesgos especiales derivados del conflicto de intereses que puede surgir de que el comisionista y la contrapartida coincidan. Por ello, en algunos mercados, esta *doble capacidad* no está autorizada, y, en otros, está sometida, entre otras cautelas, a la obligación de que el miembro negociador informe al participante de la naturaleza de su actuación en cada caso.

Con barreras de entrada especialmente rigurosas, puede lograrse entre los miembros negociadores de un mercado niveles suficientemente elevados y homogéneos de honorabilidad, profesionalidad y solvencia como para hacer posible la *contratación ciega*, en la que no se conoce el miembro negociador que actúa como contrapartida. Este procedimiento, que exige sistemas de cotización-contratación centralizados electrónicamente o la actuación de mediadores especializados, es el utilizado en el segmento entre negociantes del mercado de deuda anotada.

II.2. Sistema de compensación-liquidación

Pasando al sistema de compensación-liquidación, su principio rector, como se ha dicho, es lograr la máxima eficiencia en el proceso de liquidación, medible por su grado de seguridad, agilidad y economía.

II.2.1. Seguridad

El procedimiento básico para lograr *seguridad* en cualquier mercado es *seleccionar la contrapartida*. Facilitar esta selección, o sustituirla cuando la negociación es ciega, explica, a nivel organizativo, la existencia de *barreras de entrada* para acceder al sistema de compensación-liquidación. Dado que la problemática de éste es diferente a la del sistema de cotización-contratación y que sus riesgos son más elevados, sus barreras de entrada suelen ser diferentes y normalmente más rigurosas.

Por ello, a la separación anteriormente mencionada entre participantes y miembros de un mercado, hay que añadir ahora la distinción entre *miembros negociadores* y *miembros liquidadores*.

Operando con una determinada contrapartida, una segunda forma de incrementar la seguridad en la liquidación de un mercado es aplicar el principio de *entrega contra pago*, es decir, que las dos transferencias integrantes de la liquidación (instrumento negociado y efectivo) se realicen de forma simultánea y vinculada (2).

En efecto, entre el momento de la contratación y el de la liquidación, comprador y vendedor confían en que su contrapartida cumpla lo pactado, es decir, se conceden mutuamente sendos créditos de igual importe inicial, de plazo hasta que se reciba la liquidación correspondiente, de igual rentabilidad y mutuamente garantizados.

Partiendo de estas características, es fácil deducir que, si se ha pactado la liquidación simultánea y vinculada y no tiene lugar, el importe de las pérdidas que puede sufrir cada parte equivale a la diferencia entre el importe actual de los dos créditos recíprocos cuya amortización no se ha producido.

Esta diferencia se manifiesta como un *riesgo de mercado*, es decir, como una consecuencia de que el precio de mercado del instrumento negociado varíe en un determinado sentido (3).

En efecto, si por cualquier causa, por ejemplo un descenso generalizado en el nivel de los tipos de interés, el precio de mercado del instrumento ha subido, el importe del crédito concedido por el vendedor, igual al precio pactado, será menor que el importe del crédito concedido por el comprador, igual al precio de mercado del instrumento contratado, con lo que el comprador saldrá perjudicado si la doble amortización no se produce; por el contrario, si el precio de mercado ha bajado, el perjudicado será el vendedor (4).

Por el contrario, si la liquidación no es simultánea y condicionada, el crédito que permanezca vivo tras la amortización del otro deja de tener

(2) En la denominada liquidación por diferencias sólo existe una única transferencia de efectivo a favor de quien haya resultado favorecido por la evolución del precio de mercado del instrumento negociado entre el momento de la contratación y el de la liquidación, es decir, a favor del comprador, si dicho precio ha subido, o a favor del vendedor, si ha bajado.

(3) El riesgo de mercado depende de dos clases de contingencias: a) objetivas, tales como variaciones de los tipos de interés, tipos de cambio, etc., que dan lugar, respectivamente, al *riesgo de tipo de interés*, *de tipo de cambio*, etc.; b) subjetivas, relacionadas con la solvencia del emisor y que incluyen su capacidad de remunerar el instrumento, que dan lugar al *riesgo de crédito*.

(4) Lógicamente, la forma de lograr que el importe de ambos créditos mantenga su igualdad inicial es ir corrigiendo los desajustes que se vayan produciendo, mediante liquidaciones provisionales a cuenta de la definitiva.

cualquier tipo de garantía. Con ello, el riesgo de liquidación pasa a poder acarrear pérdidas por un importe que incorpora el *principal del crédito* ya amortizado al riesgo de mercado comentado.

II.2.2. Agilidad

Lógicamente, que haya simultaneidad y vinculación exige que la liquidación conjunta se demore hasta que la transferencia más tardía, normalmente la de los instrumentos negociados, pueda realizarse. Esto, unido a que el alargamiento del plazo entre la contratación y la liquidación incrementa todo tipo de incertidumbres, ha originado un doble proceso histórico, más antiguo para el dinero y todavía inconcluso para los restantes instrumentos financieros, destinado a *agilizar* el proceso de transferencia mediante su progresiva *desmaterialización*.

En ambos casos el proceso ha sido similar. Partiendo de un *soporte físico*, ha habido una etapa intermedia en la que, cuando la *fungibilidad* lo permitía, dicho soporte se depositaba (inmovilizaba) en entidades especializadas que extendían *resguardos* (referencias técnicas) negociables representativos del depósito. Con ello, en la liquidación de transacciones no se movían físicamente los metales preciosos o los instrumentos financieros negociados sino los resguardos.

La siguiente etapa es la plena desmaterialización, con la que el dinero y el instrumento financiero pasan a estar representados únicamente mediante *anotaciones en cuenta*, de gestión más ágil en la medida que su soporte ha pasado de manual a mecánico y a electrónico. Su funcionamiento eficiente exige la *desaparición de los resguardos* y su movilización mediante *órdenes* (5).

II.2.3. Economía

El *coste de liquidación* tiene tres componentes básicos. El primero es el coste implícito en el riesgo de liquidación asumido. El segundo es el coste de mantener disponible el instrumento y el dinero contratados. El tercero es el coste de transferencia, normalmente más elevado en el caso del instrumento que en el del dinero. Lógicamente, cuanto más eleva-

(5) En nuestro ordenamiento, el proceso de desmaterialización de los instrumentos negociados parte del título-valor tradicional, pasa por el sistema de fungibilidad del Decreto 1128/1974, sobre liquidación y compensación de operaciones bursátiles, hasta llegar, tras el precedente de los pagarés del Tesoro, a las anotaciones en cuenta, primero de deuda del Estado, con el Real Decreto 505/1987, y luego de otros valores con la Ley 24/1988, todavía pendiente de desarrollo reglamentario en este aspecto. La máxima efectividad de un sistema basado en anotaciones en cuenta se logra con la existencia de una central registradora única, que puede estar organizada en varios escalones.

do sea el volumen de negociación mayores serán los estímulos para evitar la acumulación de, al menos, los dos últimos componentes.

Este abaratamiento de costes puede alcanzarse por dos vías complementarias. La primera, que se refiere al acortamiento del período de liquidación y al ahorro en el coste de transferencia, conduce a la desmaterialización, ya comentada, del dinero y de un número creciente de instrumentos financieros negociables. La segunda intenta reducir primero el número y luego el importe de las transferencias necesarias para consumir el *proceso de liquidación*.

a) *Mercados con liquidación agrupada*

El primer paso para lograrlo es acumular el mayor número posible de operaciones contratadas en un solo *proceso de liquidación agrupada*. Con ello, el ahorro buscado sólo se producirá si los costes del mayor nivel de organización que esto exige resultan inferiores a las ventajas que supone la liquidación agrupada. Estas ventajas se refieren, al menos, a tres temas interrelacionados: a) menor coste de disponibilidad, ya que el momento de la liquidación es único; b) posibilidad de tener que realizar un menor número de transferencias, en la medida en que se acumulen saldos de dinero y de instrumentos fungibles; y c) facilitar la operativa en descubierto.

La importancia que adquieren estas ventajas, incluso con volúmenes de negociación relativamente bajos, explica la generalización de las liquidaciones agrupadas. No obstante, no es ésta la única dinámica presente, ya que al ahorro de costes por esta vía se opone un doble incremento de riesgos.

El primero es consecuencia de que la simultaneidad de las liquidaciones agrupadas facilita el encadenamiento de operaciones y, por tanto, potencia el *riesgo de sistema*. Puesto que éste no es un riesgo privado sino social, su incremento no constituye un contrapeso capaz de limitar la búsqueda del ahorro de costes a través de la agrupación de liquidaciones.

La segunda forma de incrementarse los riesgos es consecuencia del alargamiento del período de liquidación y del mayor volumen de los saldos acumulados pendientes de liquidación. En este caso, del ahorro de costes y del incremento de riesgos, ambos privados, resulta una *frecuencia de liquidación de equilibrio*, diferente para cada tipo de mercado, teniendo en cuenta sus riesgos específicos y que cuanto mayor sea el volumen de negociación mayor puede ser la frecuencia compatible con el ahorro de costes buscado.

A esta búsqueda de la frecuencia de equilibrio obedecen dos de los principales *procedimientos de agrupación de liquidaciones* existentes. Con el primero, que normalmente corresponde a niveles de contratación relativamente bajos, las operaciones contratadas durante varias sesiones de contratación se concentran para liquidarse en una *fecha concreta* (un día a la semana, al mes, al trimestre, etc.), con lo que el período de liquidación se alarga (6). En cambio, el segundo procedimiento reúne todas las operaciones negociadas en cada sesión de contratación, normalmente diaria, en una sola liquidación, que se desarrolla un *número fijo de días hábiles* posterior al de contratación. Con ello, todos los días hábiles existe liquidación (7). En ambas alternativas existe una tendencia a normalizar, nacional e internacionalmente, las correspondientes prácticas (8).

b) *Mercados con compensación*

A partir de la agrupación de liquidaciones, como segundo paso para reducir los costes de liquidación, se plantea la posibilidad de reducir el importe de las transferencias. Este es, precisamente, el objetivo de los *sistemas de compensación*: pasar a netos los saldos brutos pendientes de liquidación como consecuencia de la agrupación de liquidaciones. Con las importantes matizaciones que luego se introducen, esta disminución de saldos plantea un menor riesgo de liquidación.

Lógicamente, esta compensación es siempre posible con el dinero, por su plena fungibilidad. Sin embargo, en relación a los instrumentos negociados, sólo es aplicable a los que son fungibles y, como consecuencia de ello, únicamente a los mercados secundarios, dado que tanto en la emisión como en la amortización los flujos de instrumentos fungibles son siempre en la misma dirección (9).

El procedimiento de compensación más elemental es el *bilateral*, en el que se establecen saldos *netos* a partir de los saldos brutos pendientes de liquidación, correspondientes a las operaciones contratadas entre

(6) Por ejemplo, en nuestras bolsas, los valores al portador negociados durante una semana se liquidaban teóricamente el viernes de la semana siguiente, con lo que, en el mejor de los casos, el período de liquidación duraba entre cinco y nueve días hábiles.

(7) Entre nosotros, en el mercado secundario de deuda anotada entre titulares de cuenta, las operaciones al contado pueden liquidarse el mismo día que se contratan. Es decir, en este caso el número fijo de días hábiles posteriores es igual a cero.

(8) Por ejemplo, en los euomercados una fecha de liquidación normalizada es el tercer miércoles de cada mes. En los mercados de divisas, las operaciones al contado se liquidan el segundo día hábil tras su contratación.

(9) Por ejemplo, en el mercado interbancario de depósitos, el Banco de España realiza las liquidaciones de dinero en términos netos, pero no las de depósitos, que quedan registradas por su importe bruto, por no ser fungibles entre sí.

dos miembros del mercado. Por tanto, tras la compensación bilateral, cada miembro tiene que liquidar con todos los miembros con los que ha contratado, si bien en términos netos.

En cambio, en la compensación *multilateral* existe una cámara de compensación encargada de transformar en netos los saldos brutos resultantes de la contratación de cada miembro con el resto del mercado como un todo. En consecuencia, tras la compensación multilateral, cada miembro ha de hacer frente a una sola liquidación con el resto del mercado, en los términos que establezca la cámara.

Es evidente que la compensación multilateral tiene múltiples ventajas. Por una parte, con ella se logra el máximo de ahorro en los costes de liquidación, por la reducción del importe de los saldos pendientes de liquidar (10). Por otra, esta reducción origina una disminución paralela del importe del riesgo de liquidación. Sin embargo, no está exenta de problemas. El primero es que la selección individual de contrapartida deja de tener sentido, ya que es imposible saber con quién se asumirá el riesgo de liquidación tras una compensación multilateral. El segundo, y más importante, es que la liquidación se torna mucho más incierta dado que la compensación multilateral hace que un solo incumplimiento definitivo, o incluso un retraso en la liquidación de dinero o de instrumentos, imposibilite la liquidación de todas las restantes operaciones compensadas.

De las diversas variantes que pueden presentar los sistemas de compensación, cabe mencionar la posibilidad de que exista *novación*, en virtud de la cual, una vez concluida la compensación, los derechos y obligaciones nacidos como consecuencia de la contratación quedan extinguidos a todos los efectos, siendo sustituidos por los nuevos derechos y obligaciones nacidos de la compensación (11). Esta técnica alcanza su efectividad máxima con sistemas de compensación *rotativos*, en los que los saldos netos resultantes de cada compensación no son objeto de liquidación sino que pasan a integrarse en la siguiente compensación, junto con los saldos originados por nuevas contrataciones.

Llevadas hasta sus últimas consecuencias, estas técnicas —que exigen volúmenes de negociación suficientemente elevados, una rigurosa selección de los miembros liquidadores y el establecimiento de límites de riesgo para cada uno de ellos— permiten que los compromisos asumidos en la fase de contratación se cumplan con el mínimo de liquidaciones,

(10) Por ejemplo, en el mercado interbancario de depósitos, los saldos medios diarios de dinero pendientes de liquidar experimentan una disminución superior al 80 % si se realiza su compensación multilateral.

(11) Lógicamente, si existe novación, las relaciones crediticias entre comprador y vendedor quedan sustituidas por las resultantes de la compensación.

con el consiguiente ahorro, pese a incurrir en altos costes organizativos y potenciar el encadenamiento de operaciones, con el consiguiente incremento de la fragilidad del mercado (12).

II.3. Conclusiones

Con este sumario repaso se ha pretendido poner de manifiesto los factores básicos que explican la evolución de las distintas formas organizativas que adoptan los sistemas de cotización-contratación y compensación-liquidación en los mercados financieros. Como fuerza motriz de esta evolución se percibe el intento de acotar los riesgos de contratación, de liquidación y de sistema, actuando como restricción que el incremento de los costes organizativos que ello conlleva pueda ser asumido por cada mercado concreto, teniendo en cuenta sus características: básicamente, volumen de negociación, número de participantes y de operaciones, e importancia y causas de la variabilidad del precio del instrumento negociado.

Lógicamente, en esta dinámica se producen cambios cualitativos, claramente perceptibles en la aparición de nuevos modelos organizativos, con su correspondiente regulación, ya sea pactada por los miembros del mercado o inducida por la autoridad supervisora. Sin embargo, no es menos cierto que los avances que estos cambios plantean respecto a los objetivos buscados —precio único, seguridad, agilidad, economía— no siempre son de gran magnitud, ya que, si un mercado está maduro para el cambio, la evolución del modelo organizativo precedente suele generar procedimientos operativos, casi siempre fruto de la competencia, destinados a paliar sus carencias más evidentes.

En cualquier caso, la conclusión más importante que puede deducirse de la evolución comentada es la absoluta necesidad de que el modelo organizativo de cada mercado se adapte a las características de éste antes citadas. Cualquier desajuste en este terreno, ya sea fruto de inercias o de anticipaciones voluntaristas, genera todo tipo de ineficiencias, cuyo coste deberán soportar los participantes y miembros del mercado, el emisor del instrumento negociado, y, a la larga, el sistema económico en su conjunto.

(12) Tampoco puede menospreciarse la repercusión en el riesgo de sistema de la fragilidad de los soportes tecnológicos necesarios para las formas más avanzadas de organización del sistema de compensación-liquidación.

PARTE SEGUNDA

**MERCADOS FINANCIEROS ORGANIZADOS
EN ESPAÑA**

III

RASGOS GENERALES

III.1. Antecedentes

El nivel de desarrollo alcanzado por los diferentes mercados financieros no puede verse desligado de la evolución del resto del sistema financiero, dada la evidente interrelación entre los diversos componentes de éste.

En el caso español, un punto válido de partida para resumir esta evolución puede ser la primera mitad de los años setenta, cuando, en el marco de una crisis económica internacional de singular dureza, quiebra definitivamente el modelo desarrollista anteriormente vigente. En lo que al sistema financiero se refiere, sus características básicas, heredadas de la etapa anterior, pueden resumirse sumariamente así:

- a) Ausencia de política monetaria activa, con importantes factores autónomos creadores de liquidez.
- b) Hegemonía de la banca privada en la financiación intermediada.
- c) Rígido intervencionismo administrativo sobre actividades, precios y cantidades (financiación privilegiada).
- d) Inexistencia de mercados secundarios de renta fija e ineficiencia de los de renta variable.
- e) Fuerte aislamiento frente al exterior.

A partir de esta situación, se desarrolla la denominada reforma del sistema financiero, con tres líneas fundamentales de actuación, coherentes con el nuevo rumbo de la ordenación económica general:

- a) Implantación de una política monetaria activa y continuada.
- b) Liberalización interna y externa.
- c) Fortalecimiento de la supervisión.

No cabe aquí comentar todo este proceso de reforma, cuya génesis, consecuencias y vacilaciones sólo pueden entenderse en un marco más amplio, definido por dos coordenadas básicas: en primer lugar, lo extraordinariamente rígido del punto de partida; en segundo lugar, los problemas a los que hubo de enfrentarse todo el sistema económico, que, con un alto grado de vulnerabilidad, tuvo que sanearse y abrirse a la competencia en un contexto de crisis internacional. Las manifestaciones más significativas de estos problemas en el campo financiero fueron el fuerte crecimiento del déficit público y una crisis bancaria de magnitud sin precedentes.

Por tanto, únicamente van a mencionarse los procesos con repercusiones más directas en el origen y desarrollo de los mercados que luego se comentan.

III.1.1. Política monetaria

Considerando el punto de partida, la implantación de una *política monetaria* activa y continuada exigía una doble línea de actuación. Por un lado, suprimir los mecanismos que permitían que el control de la creación de liquidez estuviera en manos del sistema bancario: esencialmente, la pignoración automática de deuda pública en el Banco de España y el redescuento especial en él de instrumentos representativos de la concesión por el sistema bancario de financiación privilegiada (1).

Por otro lado, exigía la creación de nuevos instrumentos proveedores de liquidez controlados por el Banco de España, de los que, cronológicamente, el primero fueron los *préstamos de regulación monetaria*, surgidos en 1974. Inicialmente, se distribuían sólo entre bancos, con un límite individual en función de sus recursos propios (luego totales) y a tipos de interés suficientemente atractivos como para garantizar su demanda. Esta forma, evidentemente imperfecta, de repartir individualmente la liqui-

(1) Posteriormente, se suprimió el redescuento ordinario, dado que la inercia con la que se modificaban líneas y tipos de interés incorporaba en la práctica dosis de automatismo.

dez global, en un contexto de altos tipos de interés que incrementaba el coste de oportunidad de mantener recursos ociosos, está en el origen del *mercado interbancario de depósitos*, que nace como mecanismo de *re-distribución de la liquidez* global inyectada, adaptándola a las necesidades individuales de las entidades.

Esta función inicial del mercado explica el nivel de consolidación ya alcanzado en 1977, cuando los préstamos de regulación monetaria comienzan a distribuirse mediante *subastas*, abiertas también a las cajas de ahorros. Al autorizar, simultáneamente, el acceso de éstas al mercado interbancario de depósitos, se empieza a canalizar por este mercado el tradicional trasvase de recursos de cajas de ahorros a bancos, que anteriormente se realizaba sin ningún tipo de transparencia ni organización.

De esta forma, cobra importancia progresiva la función del mercado como *canalizador estable* de financiación en el seno del sistema bancario, función que adquiere un nuevo impulso cuando, a partir de 1978, comienza a aparecer la banca extranjera, que, por las limitaciones legales a su operativa, encuentra en el mercado interbancario de depósitos su principal fuente de financiación.

Finalmente, como otros factores de influencia de la política monetaria en el mercado interbancario de depósitos, hay que citar las repercusiones de los cambios en aquélla, fundamentalmente los relativos a los objetivos (importancia creciente de los tipos de interés frente a la inicial primacía absoluta de las cantidades de dinero), a la instrumentación (aparición y consolidación de las operaciones de mercado abierto: adquisiciones y cesiones temporales de deuda pública y de certificados del Banco de España) y a los plazos (preponderancia de las operaciones a uno o a diez días).

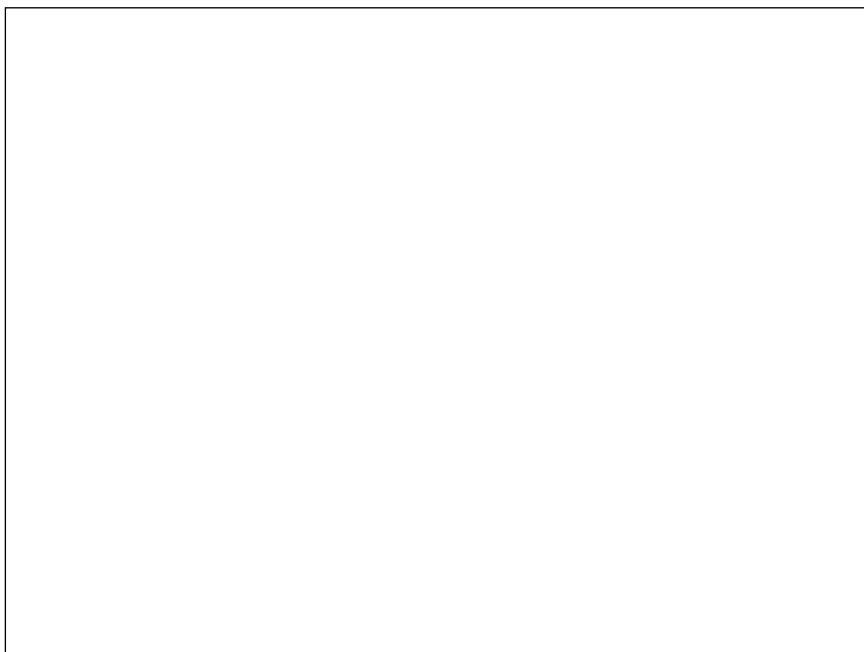
III.1.2. Déficit público

A partir de la situación de equilibrio que presenta en la primera mitad de los años setenta, el déficit público comienza a crecer en la segunda parte de la década, llegando a alcanzar el 7,2 % del PIB en 1985, año a partir del cual disminuye su importe, incluso en términos absolutos.

La magnitud del esfuerzo realizado para financiar estos déficit y la dinámica de su desarrollo se explican mejor considerando lo precario del punto de partida, caracterizado, por ejemplo, porque hasta 1977 nunca se había emitido deuda pública a tipo de interés de mercado en nuestra historia reciente. Partiendo de esta situación, los sucesivos déficit públicos llevan a que, de 1975 a 1990, los *pasivos en circulación* de las Administraciones Públicas se multipliquen por 30, con lo que su participación

en el total de pasivos vivos de los sectores residentes se multiplica, a su vez, por 2,3. Este crecimiento de los saldos estuvo acompañado de los profundos cambios en su *instrumentación*, que ilustra el gráfico III.1.

III.1. PASIVOS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (Composición porcentual)



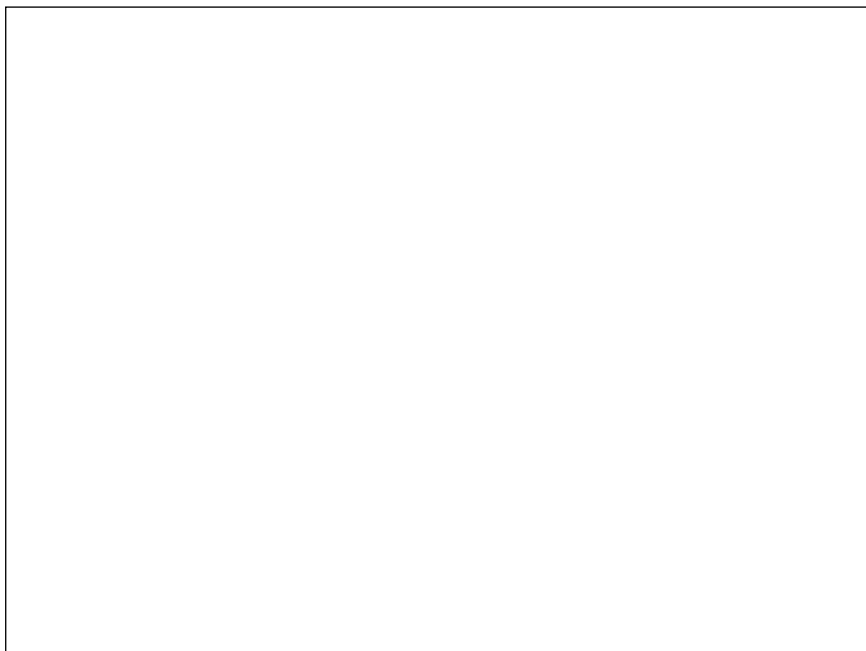
Hasta 1977, todos los pasivos colocados en el interior, en torno al 85 %, representaban financiación privilegiada, siendo su principal componente las cédulas para inversiones. La inmovilización en el coeficiente de inversión de estos valores, y de otros negociables, había llevado a la inexistencia de mercados eficientes, primarios y secundarios, de deuda, por lo que el impacto inicial de financiar los crecientes déficit hubo de ser soportado esencialmente por el Banco de España.

a) *Actuación del Banco de España*

Se abrió así una etapa, ilustrada por el gráfico III.2, en la que el Banco de España hubo de desempeñar un activo papel en el trasvase intersectorial neto de financiación, primero a favor de las Administraciones Públicas, y luego a favor de éstas y del Resto del Mundo.

Dejando aparte la financiación obtenida por el Banco de España de Empresas no financieras y Familias, mediante la emisión de billetes, en

III.2. BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA: SALDOS INTERSECTORIALES NETOS



su captación de fondos de las Instituciones Financieras se distinguen claramente dos etapas.

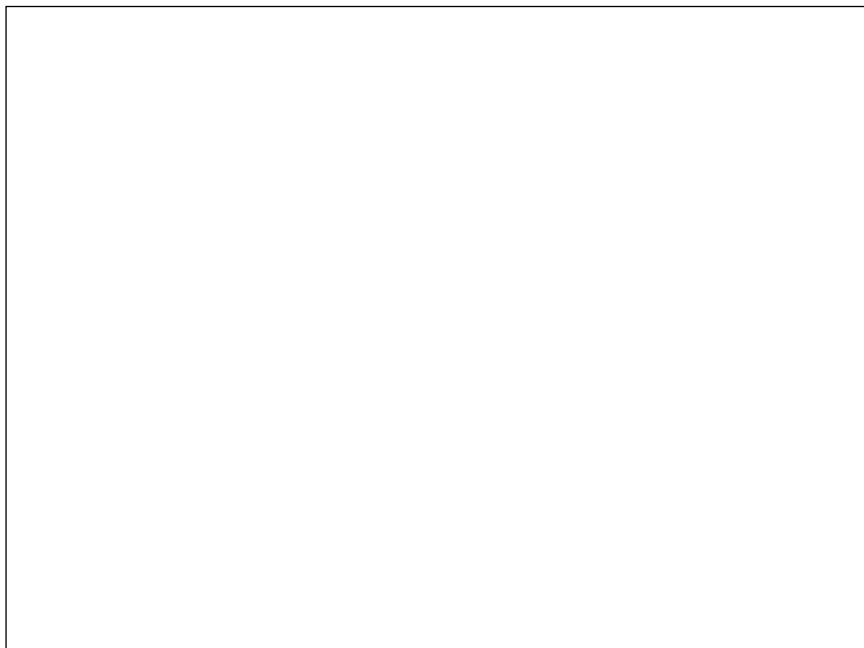
En la primera, hasta 1983, el fuerte crecimiento de los recursos obtenidos del sistema bancario se sustentó esencialmente en la emisión de *instrumentos a tipo de mercado*, primero certificados de depósito del Banco de España y luego certificados de regulación monetaria, mientras que el coeficiente de caja se elevó tres puntos porcentuales, en forma de depósitos obligatorios remunerados (2). Sin embargo, era evidente la imposibilidad de que el Banco de España financiara durante mucho tiempo sus créditos gratuitos al Tesoro, basándose en la colocación en el sistema bancario de pasivos emitidos a tipos de interés de mercado, en particular teniendo en cuenta que el precio de los recursos así captados, al ser activos bancarios, incorporaba el coste de intermediación (3).

(2) Los certificados de depósito del Banco de España y los de regulación monetaria, al igual que previamente los bonos del Tesoro, dieron lugar a otros tantos mercados interbancarios, que no serán tratados por haber desaparecido.

(3) En términos de Contabilidad Nacional, el Banco de España incurrió en 1983 en un ahorro financiero neto negativo por importe de 279,5 mm, equivalentes al 1,3 % del producto interior bruto.

Ello condujo, desde el año siguiente, a la segunda etapa, en la que la fuente principal de recursos del Banco de España pasó a ser el *coeficiente de caja*, dentro del cual se creó un tramo remunerado, a tipos muy inferiores a los de mercado, que llegó a alcanzar el 15 % de los pasivos computables (gráfico III.3).

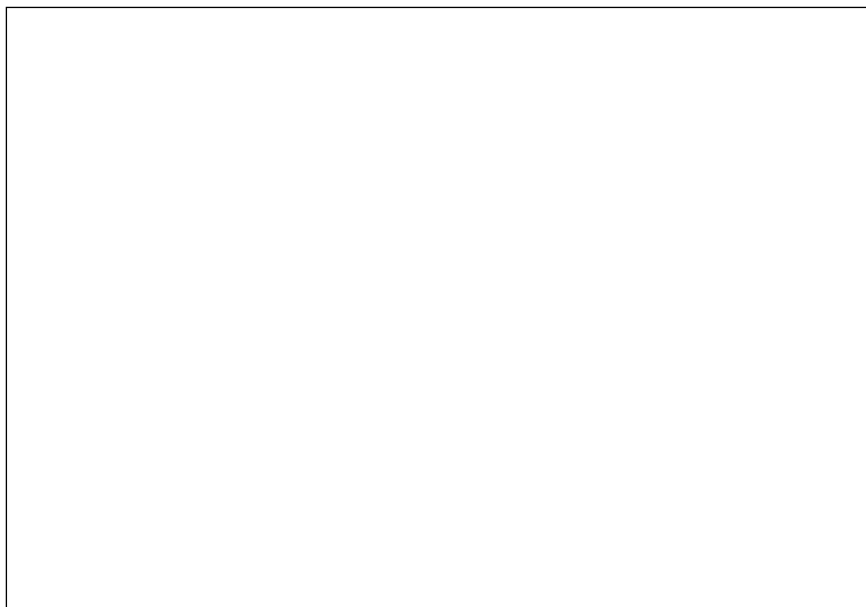
III.3. TRAMO REMUNERADO DEL COEFICIENTE DE CAJA



Como ilustración de este proceso, el gráfico III.4 muestra la posición bruta y neta del Banco de España respecto a bancos y cajas de ahorros, únicas entidades para las que se dispone de media de cifras diarias. Con la única excepción de 1986, los recursos netos captados por el Banco de España crecieron durante todo el período, hasta alcanzar más del 40 % del total del balance del Banco de España. En la captación bruta de fondos, destaca la pérdida de importancia absoluta y relativa de las operaciones a tipo de mercado, que nunca llegaron a alcanzar los niveles alcanzados en 1983, mientras crecen ininterrumpidamente los fondos captados por la existencia del coeficiente.

La última etapa en este proceso la constituye la reforma, en 1990, del coeficiente de caja, claramente visible en el gráfico III.3. Para el sis-

III.4. BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA: SALDOS CON BANCOS Y CAJAS DE AHORROS



tema bancario, consistió en reducir su nivel del 17 % al 5 % de los pasivos computables, suprimiendo el anterior tramo remunerado del coeficiente.

Con el fin de evitar el fortísimo crecimiento de las magnitudes monetarias que hubiera implicado la liquidez liberada por esta reforma, surgieron los *certificados del Banco de España*, con las características que se tratan más adelante, cuya negociación se desarrolla en el correspondiente mercado secundario.

b) Recurso al mercado

La fuerte apelación del Tesoro al Banco de España estuvo acompañada, desde 1983, del importante esfuerzo de recurso al mercado, que refleja el gráfico III.1, y que conduce a que el endeudamiento representado mediante *valores negociables* pasara del 15,4 %, en 1982, al 72 %, en 1990. El cuadro III.1 recoge la evolución del principal componente del déficit público, el déficit del Estado, y de algunas magnitudes significativas relacionadas con su financiación en los mercados de valores. Destacan el constante aumento del saldo vivo de deuda negociable, hasta situarse en

III.1. DEUDA DEL ESTADO: CIFRAS SIGNIFICATIVAS

mm

	<i>Desahorro financiero neto del Estado</i>		<i>Pasivos financieros vivos del Estado</i>		<i>Deuda negociable emitida por el Estado</i>			<i>Intereses pagados por la deuda del Estado</i>			<i>Deuda del Estado negociable: vida media (años)</i>	<i>Pro memoria PIB (mm)</i>
	<i>mm</i>	<i>% PIB</i>	<i>mm</i>	<i>% PIB</i>	<i>mm</i>	<i>% PIB</i>	<i>% de 3</i>	<i>mm</i>	<i>% PIB</i>	<i>% de 1</i>		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1977	90,2	1,0	1.105,4	12,0	132,8	1,4	12,0	31,7	0,3	35,1	...	9.178,4
1978	92,4	0,8	1.350,7	12,0	159,0	1,4	11,8	34,6	0,3	37,4	...	11.250,5
1979	232,1	1,8	1.742,5	13,2	217,0	1,6	12,5	50,2	0,4	21,6	...	13.157,7
1980	373,6	2,5	2.313,9	15,2	280,5	1,8	12,1	72,5	0,5	19,4	4,07	15.209,1
1981	522,5	3,1	3.125,9	18,4	294,5	1,7	9,4	93,3	0,5	17,9	3,00	16.989,9
1982	1.055,8	5,4	4.747,4	24,3	589,9	3,0	12,4	142,4	0,7	13,5	2,96	19.567,3
1983	1.178,6	5,3	6.720,9	30,2	1.811,8	3,1	27,0	184,5	0,8	15,7	1,62	22.224,7
1984	1.689,9	6,7	9.357,2	37,3	3.318,4	13,2	35,5	363,7	1,4	21,5	1,00	25.111,3
1985	1.840,3	6,6	11.706,2	42,0	6.014,2	21,6	51,4	710,2	2,5	38,6	1,39	27.888,8
1986	1.674,0	5,2	13.654,2	42,7	8.350,2	26,1	61,2	1.008,0	3,2	60,2	1,80	31.947,6
1987	1.590,0	4,4	15.383,1	42,6	10.871,6	30,1	70,7	981,5	2,7	61,7	1,35	36.124,6
1988	1.292,3	3,2	15.432,5	38,4	12.705,1	31,6	82,3	1.080,5	2,7	83,6	1,18	40.160,4
1989	1.126,8	2,5	16.918,1	37,6	14.193,5	31,5	83,9	1.159,0	2,6	102,9	1,23	45.021,0
1990	1.381,0	2,8	18.790,3	37,5	15.909,0	31,8	84,7	1.306,5	2,6	94,6	1,10	50.087,4

el 31,8 % del producto interior bruto y representar el 84,7 % del endeudamiento bruto del Estado; la creciente carga financiera que representan los intereses de la deuda del Estado, que han llegado a superar su déficit; y el acortamiento de la vida media, hasta llegar a 1,10 años en 1990.

Para analizar la evolución del total de la *deuda del Estado*, 1977 es un año clave, ya que entonces comienzan, por primera vez en los tiempos modernos, las emisiones a tipos de mercado (cuadro III.2). Desde entonces, el saldo vivo total se ha multiplicado por 23,9, llegando a alcanzar 16.471,9 mm, que se elevan a 17.510,7 mm si se incluyen las cédulas para inversiones que, desde 1988, se consideran pasivos del crédito oficial (columna 10). En términos relativos, comparando estos saldos con los depósitos del sector privado en el sistema bancario, en este período la deuda del Estado pasa del 10,2 % al 54,6 %, o al 58 % si, para homogeneizar la serie, se incluyen las cédulas para inversiones.

Pasando a la *deuda emitida por el Estado*, su fuerte crecimiento ha ido acompañado, como se ha dicho, de drásticos cambios en su composición. Así, la deuda no negociable, colocada básicamente merced a coeficientes, ha pasado de representar el 80,2 % al 7,9 %, incluso considerando el total de cédulas para inversiones. Continuando con la *deuda negociable* en circulación, la más significativa para estudiar los mercados, a finales de 1990 había sido emitida en su práctica totalidad con posterioridad a 1977, es decir, en condiciones de mercado, y el 98,8 % estaba instrumentada mediante anotaciones en cuenta. Por clases de deuda, la más importante eran las letras del Tesoro (46,4 %), seguidas de los bonos del Estado (26,1 %), de los declinantes pagarés del Tesoro (23,3 %), y, finalmente, de las obligaciones del Estado (4,1 %). Lógicamente, esta composición origina que la vida media de la deuda negociable sea, como se ha dicho, muy reducida: 1,10 años (cuadro III.1).

Lo espectacular de estas cifras explica las profundas repercusiones, directas e indirectas, que la financiación de los déficit públicos tuvo sobre los mercados financieros y sobre todo el sistema en su conjunto.

La primera de estas repercusiones deriva de la incapacidad de los mercados tradicionales de deuda, tanto para absorber los saldos comentados, en el mercado primario, como para negociarlos, dentro del marco bursátil. Ello explica que los *pagarés del Tesoro*, instrumento fundamental en la primera parte de esta etapa y que llegó a representar el 85 % de la deuda negociable en 1985, se contrataran fundamentalmente a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero del Banco de España, aunque existiera un segmento de negociación bursátil.

Partiendo de este precedente —heredero, a su vez, de los mercados interbancarios de bonos del Tesoro, de certificados de depósito del Ban-

III.2. DEUDA DEL ESTADO EN CIRCULACION

mm

	Emitida por el Estado											Pro memoria % de 1 sobre depósitos del s. privado en el s. bancario
	Negociable										Asumida por el Estado	
	Total	Amortizable								No negociable		
		Total	Total	Letras del Tesoro	Pagarés del Tesoro	Bonos del Estado (a)	Obligaciones del Estado	Perpetua				
									Total				5	6	7	8	9
1=2+11	2=3+10	3=4+9	4=5 a 8	5	6	7	8	9	10	11	12	
1977	690,5	670,0	132,8	122,2	—	—	122,2	—	10,6	537,2	20,5	10,2
1978	848,1	828,8	159,0	148,4	—	—	148,4	—	10,6	669,8	19,3	10,4
1979	1.087,2	1.069,1	217,0	206,4	—	—	206,4	—	10,6	852,1	18,1	11,2
1980	1.287,3	1.270,4	280,5	269,8	—	—	269,8	—	10,7	989,9	16,9	11,3
1981	1.425,8	1.410,1	294,5	383,8	—	30,0	353,8	—	10,7	1.115,6	15,7	10,8
1982	1.966,1	1.835,4	589,9	579,2	—	115,0	464,2	—	10,7	1.245,5	130,7	13,1
1983	3.357,7	3.188,6	1.811,8	1.801,1	—	1.310,0	491,1	34,1	10,7	1.376,8	169,1	19,7
1984	5.466,3	5.306,5	3.318,4	4.307,7	—	3.675,4	456,6	175,6	10,7	1.988,1	159,8	28,7
1985	8.280,5	8.094,5	6.014,2	6.003,5	—	5.100,3	521,2	382,0	10,7	2.080,3	186,0	41,5
1986	10.650,3	10.408,5	8.350,2	8.639,5	—	5.962,8	1.902,3	774,4	10,7	2.058,3	241,8	52,3
1987	13.000,7	12.770,2	10.871,6	10.860,9	2.538,0	5.332,0	2.250,5	740,4	10,7	1.898,6	230,5	59,5
1988	13.304,8	13.042,0	12.705,1	12.694,4	3.657,9	5.051,4	3.244,3	740,4	10,7	336,9	262,8	55,5
1989	14.796,8	14.478,0	14.193,5	14.182,8	5.403,7	4.570,9	3.541,1	667,1	10,7	284,5	318,8	56,2
1990	16.471,9	16.613,3	15.909,0	15.898,3	7.382,3	3.707,8	4.158,7	649,5	10,7	254,3	308,6	54,6

(a) Incluye deuda desgravable.

co de España, y de certificados de regulación monetaria— se creó, en 1987, el *Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado*, a partir del cual se han desarrollado los *mercados de deuda anotada* que se comentan más adelante.

En segundo lugar, la aparición de importantes carteras de deuda pública, tanto en poder del público como, sobre todo, del sistema bancario, financiadas estas últimas de forma creciente mediante cesiones temporales a menor plazo, evidenció la existencia de riesgos de tipo de interés de considerable cuantía. La necesidad de facilitar operaciones de cobertura frente a este riesgo explica la aparición de los *mercados derivados organizados* de futuros y opciones financieros, que, inicialmente, utilizaban la deuda pública negociable como único activo subyacente.

El primero en funcionar, a finales de 1989, fue el mercado OMIB de opciones, seguido, en marzo de 1990, del mercado MEFFSA de futuros. Ambos se acogieron a la regulación específica de las anotaciones en cuenta de deuda pública. Posteriormente, a finales de 1990, pasaron a estar regidos por la Ley del Mercado de Valores, lo que les permitió incorporar activos subyacentes ajenos a la deuda pública, primero depósitos interbancarios a tres meses, que se liquidaban por diferencias, y luego divisas. Se abrió así una etapa de transición hacia la negociación de futuros y opciones sobre otros instrumentos financieros, cuyas características se comentan en el apartado correspondiente.

El tercer grupo de repercusiones afectó a la *renta fija privada*, en un proceso en el que el efecto demostración de la deuda pública tuvo una importancia considerable. Para la renta fija privada, la situación de partida, de cara a integrarse en un entorno competitivo, no era mejor que para la deuda pública. Todas las condiciones de cualquier emisión eran fijadas, primero por el Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo, y luego por la Junta de Inversiones del Ministerio de Hacienda. Además, la demanda estaba garantizada por el coeficiente de inversión de las cajas de ahorros, el cual, al inmovilizar los valores, impedía el funcionamiento de su mercado secundario.

Por tanto, cuando en 1977, la liberalización comenzó a llegar a este mercado, se carecía de cualquier tradición (4). Además, con la variabilidad de tipos de interés que, entre otras incertidumbres, trajo la crisis económica, la demanda de liquidez había experimentado el extraordinario impulso que explica el acortamiento de la vida media de la deuda pública, ya comentado, y el auge de las operaciones crediticias con tipo de in-

(4) Durante muchos años la liberalización se tradujo en la progresiva sustitución de valores privados por públicos o semipúblicos en los coeficientes de inversión.

terés variable. Esto, unido a otros problemas por el lado de la oferta, explica el retroceso de la renta fija privada en los siguientes años (5).

Como sustituto, alentado por la desintermediación también presente en la financiación del déficit público, surgió primero el *mercado de letras de empresa*, con un ámbito bursátil importante aunque efímero, transformado luego, por motivos fiscales, en *mercado de pagarés de empresa*, cuyo crecimiento y consolidación se registró fuera de la bolsa (6).

La necesidad de aportar transparencia a este mercado, cada vez más importante, llevó al Banco de España a promover la *Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF)*, de ámbito privado, que integra a las principales entidades de depósito y que se constituyó en órgano rector de un mercado mayorista, cada vez más organizado, en el que también se negociaron cesiones de créditos, títulos hipotecarios y «bonos matador» (7).

Con el desarrollo de la Ley del Mercado de Valores, como se verá más adelante, este mercado ha sido reconocido como mercado secundario organizado no oficial, con capacidad de negociar en su seno, siempre con carácter mayorista, todo tipo de renta fija privada representada mediante anotaciones en cuenta. Aspira, con ello, a llenar el vacío existente en nuestro país para la negociación eficiente de este tipo de instrumentos.

III.1.3. Mercados bursátiles

a) *Situación inicial*

La debilidad de las bolsas españolas y sus graves problemas organizativos han sido temas tradicionales al tratar de las características recientes de nuestro sistema financiero. Pese a ello, el proceso de su reforma transcurre con algunos rasgos distintivos respecto al del resto del sistema financiero, rasgos que tienen como denominador común inercias casi omnipresentes que lastran cualquier iniciativa e imprimen a la reforma un ritmo particularmente lento.

(5) Uno de estos problemas fue que la caída de las emisiones de renta variable limitó, a través de la Ley de Sociedades Anónimas, el importe máximo de las emisiones de obligaciones.

(6) La motivación fiscal se refiere a que, en el impuesto sobre actos jurídicos documentados, las letras con plazo superior a seis meses tenían doble gravamen que los pagarés.

(7) Véase el apartado VI.2.

Los primeros intentos de reforma parten de 1977, con la creación por el Gobierno de la denominada «Comisión para el Estudio del Mercado de Valores», que rindió su informe un año más tarde (8). En él, se consideraba que el mercado secundario de acciones era estrecho, poco fluido, con un fuerte componente especulativo y escasamente líquido, mientras que el de renta fija era prácticamente inexistente.

Con estas premisas, proponía una reforma en profundidad, cuyas líneas básicas eran:

- a) Ampliación del mercado, tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda (potenciación de la inversión colectiva).
- b) Mayor variedad de instrumentos financieros negociables.
- c) Flexibilización y ampliación de los tipos de operaciones.
- d) Incremento de la competencia.
- e) Mayor transparencia del mercado.
- f) Mejora de las condiciones operativas, en particular de la cotización.
- g) Transformación de los agentes mediadores, potenciando su actuación como canalizadores de fondos.
- h) Tratamiento fiscal más favorable para la inversión bursátil.
- i) Avance hacia la integración de las bolsas españolas.

Siguiendo las recomendaciones de este informe, a partir de 1980 se implantaron algunas normas tendentes a mejorar la información sobre los emisores, regular el régimen de las ofertas públicas de adquisición y clarificar el sistema de órdenes de compraventa y el régimen de aplicaciones. De igual forma, la inexistencia de operaciones a plazo se suavizó con la implantación del crédito al mercado y hubo experiencias, como el mercado de letras de empresa, que tuvieron un éxito fugaz.

El carácter de esta reforma —tímido en su planteamiento, desigual en su ritmo, a veces un tanto anárquico y siempre fragmentario— y su irregular puesta en práctica llevaron a que los principales problemas siguieran vigentes: los únicos miembros del mercado, los agentes de cambio y bolsa, continuaron primando su función de fedatarios públicos a costa de su función financiera, los mercados siguieron siendo caros y su formación de precios ineficiente, los retrasos en la admisión a cotización

(8) Como antecedente, hay que mencionar la introducción, en 1974, del sistema de fungibilidad de títulos.

y en las liquidaciones no disminuyeron, etc., al tiempo que, por imperativo legal, fue imposible buscar otra alternativa para la renta fija privada. Para desbloquear esta situación, hubo que esperar a la *Ley 24/1988, del Mercado de Valores*.

b) *Ley del Mercado de Valores*

Para caracterizar las reformas ahora en marcha, es imprescindible comentar el contenido de la Ley del Mercado de Valores, aunque, tres años después de su publicación, se halle pendiente de desarrollo reglamentario en temas básicos.

La reforma se articula en torno a la creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, cuyas funciones esenciales pueden agruparse del siguiente modo:

- a) Velar por la transparencia de los mercados, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores.
- b) Controlar a los emisores; admitir, excluir y suspender la cotización bursátil de valores; y difundir la información generada.
- c) Supervisar el cumplimiento de las normas de conducta establecidas e inspeccionar los miembros del mercado, ejerciendo, en su caso, la potestad sancionadora.
- d) Asesorar al gobierno en todo lo referente a los mercados de valores, en especial para el desarrollo reglamentario de la Ley.

De acuerdo con su artículo primero, la Ley tiene por *objeto* «la regulación de los mercados primarios y secundarios de valores, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento, las normas rectoras de la actividad de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos y su régimen de supervisión». Dicho con otras palabras, la Ley regula cualquier actividad relacionada con los «*valores negociables agrupados en emisiones*», conceptos que, aunque no define, son de fácil aproximación intuitiva.

La regulación del *mercado primario* de valores se basa en garantizar que el posible suscriptor disponga de la información necesaria para decidir su inversión. Dado que, salvo para algunas excepciones, no es necesaria la autorización administrativa para emitir valores, el procedimiento establecido para potenciar la transparencia del mercado se basa, en primer lugar, en la obligación de registrar un folleto informativo que contiene

los datos económico-financieros más relevantes del emisor y las características de la emisión (9).

Posteriormente, mientras los valores están vivos, su emisor debe suministrar de forma continuada cualquier información que pueda afectar a los derechos de los tenedores. En concreto, con contenido más o menos exhaustivo, se han establecido informaciones mínimas anuales, trimestrales y puntuales, estas últimas, siempre que se produzca algún hecho significativo.

En lo que se refiere a los *mercados secundarios*, de valores, dado que posteriormente se tratan con amplitud, aquí sólo van a enunciarse los principios más elementales. La Ley establece la distinción entre *mercados oficiales* y no oficiales, basada fundamentalmente en que cualquier operación de compraventa de valores admitidos a cotización en un mercado oficial que se realice sin la participación de un miembro del mercado correspondiente es nula de pleno derecho. En ambos casos opta por un modelo de mercados *cerrados*, en los que sólo pueden operar los miembros que reúnan determinados requisitos (registros oficiales, supervisión, etc.). Se exigen, además, niveles elevados de *organización* y altas dosis de *transparencia*.

A partir de estos principios, la estructura de mercados secundarios organizados de valores que se perfila es la siguiente (10):

- A) Mercados oficiales
 - A.1) Bolsas de valores
 - A.2) Deuda pública anotada
 - A.3) Mercados de futuros y opciones financieros
- B) Mercados no oficiales
 - B.1) Renta fija privada (AIAF)

Además de regular los mercados primario y secundario de valores, la Ley se ocupa de la normativa general aplicable a las *anotaciones en cuenta*, estableciendo los criterios de transformación de los actuales títu-

(9) El ministro de Economía y Hacienda puede establecer la obligatoriedad de la autorización administrativa previa para emisiones: a) indicadas respecto a un índice de precios o al precio de algún bien o servicio; b) con rendimiento exigible en su mayor parte a plazo superior a un año; c) expresadas en moneda extranjera; y d) realizadas por no residentes.

(10) La existencia de estos mercados reconocidos no excluye la de otros no reglamentados, con menores niveles de organización y con funcionamiento básicamente autorregulado.

los; contempla las *ofertas públicas* de adquisición y venta de valores; establece las *normas de conducta* que deben regir en los mercados de valores, el *régimen fiscal* de éstos y las normas de *supervisión, inspección y sanción*.

III.2. Organización actual

El cuadro III.3 recoge el esquema organizativo vigente en el sistema financiero español. Partiendo del Gobierno como máximo responsable de la política económica del país, las competencias básicas relativas al sistema financiero están adscritas al Ministerio de Economía y Hacienda.

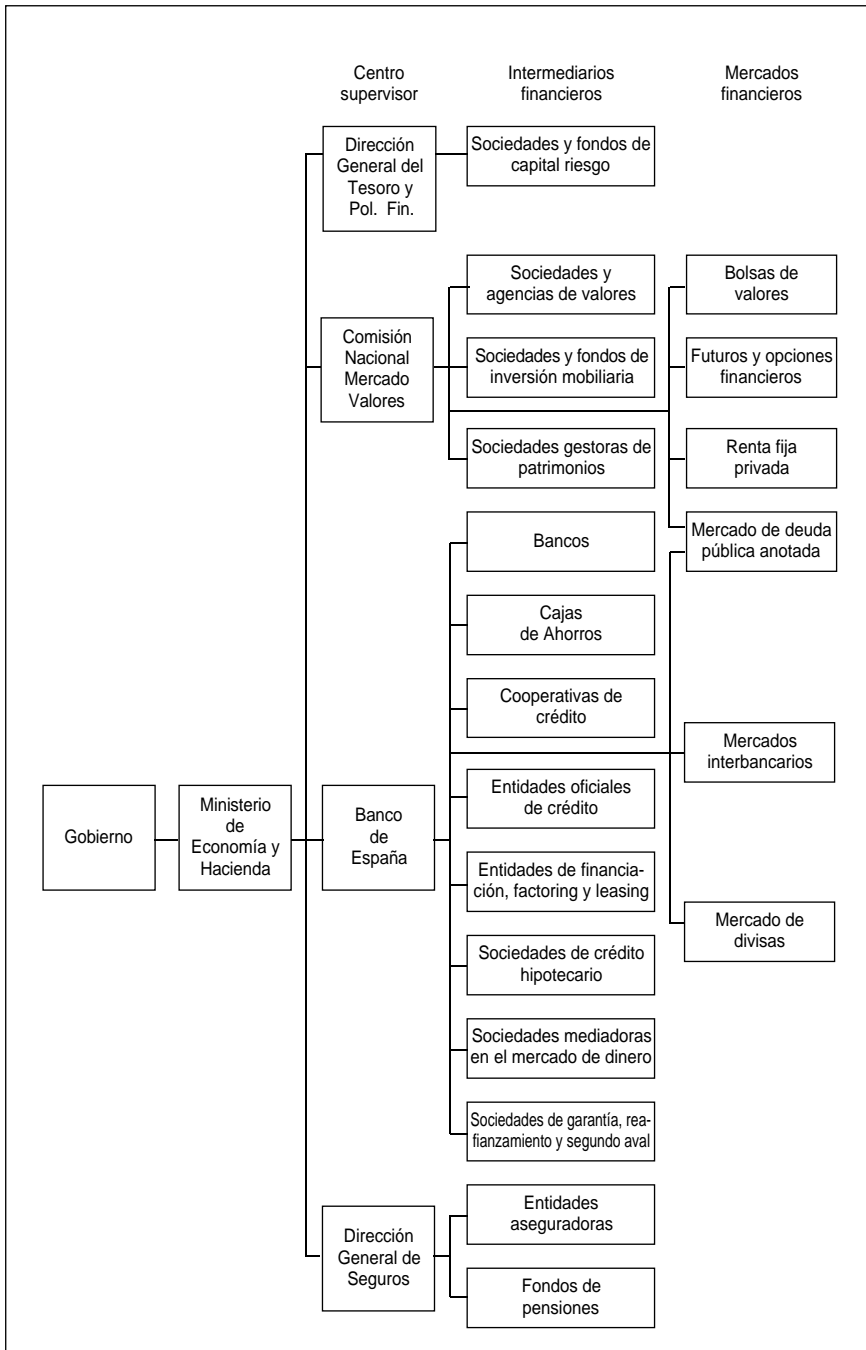
Existen cuatro centros supervisores de mercados e *intermediarios financieros*. Comenzando por estos últimos, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera conserva en este área sólo algunas competencias residuales; la Dirección General de Seguros tiene a su cargo las entidades que indica su nombre; la Comisión Nacional del Mercado de Valores controla las instituciones de inversión colectiva y los intermediarios especializados en valores (sociedades y agencias); y, finalmente, el Banco de España supervisa los intermediarios financieros más importantes, entre los que destaca el sistema bancario. Para dar una idea de su importancia relativa, el cuadro III.4 recoge, en términos absolutos y relativos, los importes correspondientes a finales de 1990 de los balances totales de los principales intermediarios financieros.

Por su parte, el control de los *mercados financieros* organizados está también encomendado a los dos grandes centros supervisores antes citados. Del *Banco de España* dependen los mercados interbancarios de depósitos y de certificados del Banco de España, el de divisas, y el mercado secundario de deuda pública en anotaciones. Dado que este último tiene la consideración de oficial, depende también de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por lo que la coordinación se logra a través de una Comisión Asesora, integrada por dos miembros de esta Comisión, uno del Ministerio de Economía y Hacienda y dos del Banco de España, uno de los cuales actúa como Presidente (11).

La *Comisión Nacional del Mercado de Valores* es responsable, en primer lugar, de las bolsas de valores. Actualmente existen en España cuatro bolsas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia), a cargo de su correspondiente Sociedad Rectora, si bien más del 90 % de la contratación

(11) El denominado mercado hipotecario no tiene un ámbito de negociación definido. Su control y supervisión dependen del Banco de España, aunque las emisiones de cédulas, bonos y participaciones hipotecarias, cuando son valores, dependen de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

III.3. ORGANIZACION DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL



III.4. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

	<i>Balance total (31.12.90)</i>	
	<i>mm</i>	<i>%</i>
1. Sistema monetario	80.865,4	82,0
1.1. Banco de España	10.510,2	10,7
1.2. Sistema bancario	70.355,2	71,4
1.2.1. Bancos	42.808,6	43,4
1.2.2. Cajas de ahorros	25.496,6	25,9
1.2.3. Cooperativas de crédito	2.050,0	2,1
2. Crédito oficial	6.071,7	6,2
3. Otras entidades de crédito	4.848,9	4,9
3.1. Sociedades mediadoras en el mercado de dinero . . .	114,8	0,1
3.2. Sociedades de crédito hipotecario	662,8	0,7
3.3. Entidades de financiación, factoring y leasing.	4.071,3	4,1
4. Empresas de seguros	5.021,1	5,1
4.1. Fondos de pensiones	387,5	0,4
4.2. Entidades aseguradoras	4.633,6	4,7
5. Instituciones de inversión colectiva	1.502,5	1,5
5.1. Sociedades de inversión	340,0	0,3
5.1.1. Capital fijo	325,1	0,3
5.1.2. Capital variable	14,9	—
5.2. Fondos de inversión	1.162,5	1,2
5.2.1. Mobiliaria	542,8	0,6
5.2.2. Activos del mercado monetario	619,7	0,6
6. Empresas de valores	268,1	0,3
6.1. Sociedades	240,2	0,3
6.2. Agencias	27,9	—
7. Total	98.577,7	100,0

se realiza a través del denominado Sistema de Interconexión Bursátil, mercado electrónico continuo, cuyo órgano rector es la Sociedad de Bolsas (12).

También tienen carácter oficial, y dependen de la mencionada Comisión, los mercados secundarios organizados de futuros y opciones financieros, que utilizan como activos subyacentes renta fija pública, presta-

(12) Dependiente de las bolsas de valores, existe un segundo mercado, para acciones de pequeñas y medianas empresas, de importancia muy reducida.

mos interbancarios a tres meses, determinadas divisas, renta variable cotizada en Bolsa e índices sobre ella (13).

Igualmente, reconocido como mercado secundario organizado no oficial, está el mercado de renta fija privada de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), mercado mayorista promovido por la práctica totalidad de los intermediarios financieros.

La importancia absoluta y relativa de los mercados citados, así como su función dentro del conjunto del sistema financiero, serán comentadas al tratar de cada uno de ellos.

(13) Los organismos rectores de los mercados en los que se negocian los activos subyacentes tienen determinadas competencias sobre los correspondientes mercados derivados.

IV

MERCADOS INTERBANCARIOS

IV.1. Servicio Telefónico del Mercado de Dinero

IV.1.1. Antecedentes

Antes de comenzar a tratar los mercados interbancarios, es conveniente comentar brevemente la actuación del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, un servicio del Banco de España que ha constituido una pieza clave para el desarrollo y consolidación de los mercados monetarios en nuestro país, y que presenta rasgos específicos claramente diferenciadores frente a experiencias de otros países.

Para comprender lo que ha supuesto este Servicio, puede ser de utilidad recordar cómo operaba, antes de su creación en 1976, el mercado interbancario de depósitos. Se trataba de un mercado escasamente desarrollado y sin ningún nivel de organización, en el que todavía un significativo grupo de bancos consideraba «poco digno» endeudarse con otros bancos no pertenecientes al propio grupo y en el que el tradicional traspase de fondos desde las cajas de ahorros a la banca se producía, en gran parte, en función de vinculaciones personales y no con criterios de mercado. Sin embargo, años antes ya habían hecho su aparición dos de los factores que serán decisivos para desarrollar este mercado: el coeficiente de caja y los préstamos de regulación monetaria del Banco de España, que entonces se distribuían sólo entre bancos, a bajo tipo de interés, para garantizar su demanda, y con unos límites máximos por entidad establecidos en función de un criterio, sus recursos propios, que poco tenía que ver con sus necesidades individuales de liquidez. Lógicamente, un mal criterio de reparto del volumen total de liquidez que demandaba el sistema potenciaba su redistribución en el mercado interbancario.

La rudimentaria organización se correspondía con el escaso desarrollo del mercado y, a la vez, dificultaba su expansión. A lo largo de la mañana se operaba por teléfono, habitualmente mediante búsqueda directa entre prestamistas y prestatarios, ya que los mediadores (brokers) en este mercado irían haciendo su aparición años después. La consecuencia era un mercado de búsqueda directa, escasamente transparente, y que no generaba cotizaciones ni información válida sobre cantidades intercambiadas.

Al término de la mañana, cuando no se preveían más operaciones, los ordenanzas de las entidades que habían recibido fondos realizaban una ronda por las sedes de las entidades prestamistas a fin de recoger los talones con los que se liquidaban las operaciones pactadas, ingresándolos en su cuenta corriente en el Banco de España antes de que éste cerrase sus ventanillas. Al vencimiento de las operaciones, la ronda de ordenanzas era la inversa, recogiendo los talones bancarios representativos de la devolución del principal más los intereses. De esta forma, la seguridad del mercado se veía afectada por todo tipo de incertidumbres: retrasos, pérdidas, olvidos, defectos formales que impedían el ingreso de los talones, etc. incidían en la liquidación de las operaciones.

Para suplir la falta de información, el Banco de España tenía establecido un acuerdo con un grupo significativo de bancos, en virtud del cual informaban, con carácter voluntario, sobre los datos esenciales de sus operaciones acreedoras (a fin de evitar duplicaciones) en el mercado interbancario, tanto con otros bancos como con cajas de ahorros. La recepción de los estadillos y su tratamiento alargaban hasta quince días el plazo para disponer de información, lógicamente más representativa en cuanto a tipos de interés que en cuanto a cantidades negociadas.

Lo rudimentario de la organización descrita explica algunos de los rasgos específicos del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero desde su creación en 1976, que lo diferencian, como se ha dicho, de otras redes interbancarias de pagos.

Inicialmente, el Servicio estaba abierto sólo a bancos y cajas de ahorros y era de utilización voluntaria y gratuita. Únicamente podía usarse para ordenar telefónicamente adeudos y abonos en las cuentas corrientes abiertas en el Banco de España originados por la liquidación de operaciones de préstamo a plazo fijo, concertadas en el mercado interbancario de depósitos y por importes iniciales expresados en millones enteros (1).

(1) Las restantes operaciones de pago, remesa o transferencia de fondos continuaron realizándose mediante los procedimientos tradicionales.

Si son evidentes la seguridad, comodidad y rapidez que este nuevo procedimiento podía aportar a la liquidación de todo tipo de operaciones, para las de tesorería a muy corto plazo su uso es prácticamente imprescindible.

El Servicio Telefónico del Mercado de Dinero presenta, ya desde su comienzo, algunas peculiaridades que es preciso resaltar. La principal, de la que derivan las demás, es que se le notifican los principales datos de las operaciones realizadas, en lugar de ordenar sólo las transferencias, brutas o netas, resultantes de la negociación, como sucede en otras redes de pagos. De esta forma, el Servicio, aunque no asuma ninguna responsabilidad sobre el buen fin de las operaciones, realiza una auténtica labor registral en beneficio del mercado, que va mucho más lejos de un simple servicio de transferencias, cuya operación causal se desconoce. De esta función registral deriva, junto con mayores dosis de seguridad, la transparencia que su puesta en marcha vino a aportar a un mercado en el que la incipiente labor mediadora no favorecía el agrupamiento de cotizaciones ni permitía el conocimiento de plazos y cantidades negociados. Desde entonces, toda la información que acumula el Servicio revierte a las entidades participantes, en el mismo día y debidamente elaborada, sirviendo, además, de base para las tareas de supervisión y para la elaboración de las estadísticas monetarias que realiza el Banco de España.

Por tanto, el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero es mucho más que una red de pagos interbancaria (2). En el importante rasgo diferencial de que reciba los datos básicos de la operación que origina el movimiento de saldos, se fundamenta que, con el paso de los años, haya ido asumiendo, junto a otras funciones relacionadas con el sistema de pagos, las de ejecución, compensación y liquidación de los principales mercados interbancarios, según la cronología que recoge el cuadro IV.1.

Tanto teórica como prácticamente, es importante tratar por separado ambas funciones, por más que estén profundamente relacionadas, dado que, por ejemplo, los principios y procedimientos utilizados en su labor de gestor de la red mayorista de pagos interbancaria no tienen por qué ser aplicables a su actuación como organizador y rector de los mercados interbancarios.

IV.1.2. Como organizador de los mercados interbancarios

Actualmente, son cuatro los mercados que ejecutan, compensan y liquidan sus operaciones a través de este Servicio: el interbancario de de-

(2) De hecho, las transferencias interbancarias no pudieron ordenarse a través del Servicio Telefónico hasta mucho después.

IV.1. MERCADOS QUE EJECUTAN, COMPENSAN Y LIQUIDAN SUS OPERACIONES A TRAVÉS DEL SERVICIO TELEFÓNICO DEL MERCADO DE DINERO: CRONOLOGIA

Disposiciones	Mercados							
	Depósitos	Bonos del Tesoro	Certificados de depósito del Banco de España	Certificados de regulación monetaria	Computables	Pagares del Tesoro	Otras deudas del Estado anotadas	Certificados del Banco de España
CBE nº 118, de 29.04.76 (a)	✓							
CBE nº 162, de 26.02.79	✓	✓						
CBE nº 167, de 04.05.79	✓				✓			
CBE nº 192, de 19.05.80	✓		✓			✓		
CBE 29/1981, de 23.09	✓			✓				
CBE 7/1982, de 06.04	✓	✓	✓					
Ley 44/1982, de 28.12 (b)	✓			✓				
CBE 16/1987, de 19.05	✓						✓	
CBE 2/1990, de 27.02	✓							✓
Regulación actual: CBE 5/1990, de 28.03	✓				✓	✓	✓	✓

- (a) Hasta 1981, se recogen los números de las circulares del Banco de España a la banca privada aunque con igual fecha haya siempre otra circular a las cajas de ahorros, con número distinto.
- (b) Los certificados de regulación monetaria dejaron de emitirse en diciembre de 1983, no obstante continuaron en circulación hasta febrero de 1984.

pósitos, el de certificados del Banco de España, el de anotaciones en cuenta de deuda pública (entre titulares de cuentas) y el de activos computables en el coeficiente de inversiones obligatorias (3). Lógicamente, por este concepto pueden adherirse al Servicio Telefónico las entidades autorizadas a operar en estos mercados, siempre que lo soliciten y reúnan, a juicio del Banco de España, suficientes garantías de solvencia y capacidad gerencial.

(3) Este último mercado prácticamente ha desaparecido con la reforma y progresiva extinción del coeficiente de inversión, por lo que no será tratado aquí. En él, las entidades que cumplían con exceso algún tramo del coeficiente de inversión podían, por plazo no inferior a un mes y por importe nominal de un millón o múltiplo, financiar este exceso en otras entidades. Estas no adquirían la propiedad de los activos computables, su gestión, ni su riesgo; a cambio de la financiación otorgada recibían la remuneración pactada y el derecho a computar los fondos cedidos en un determinado tramo del coeficiente de inversión. Había, por tanto, tantos submercados como tramos tenía el coeficiente.

Para hacer posible la labor registral, la compensación y la liquidación, en la actualidad las comunicaciones relativas a operaciones se reciben telefónicamente (de palabra o por medio de fax), no pueden ser anuladas o modificadas, y han de ser confirmadas antes de que cierre el mercado. Normalmente, se precisa comunicación de las dos partes de cada operación, si bien, cuando se opera sin conocer la entidad que ofrece contrapartida, la comunicación es triple: del mediador, que da un número a la operación e identifica las dos partes, y de cada una de éstas, haciendo referencia al número de la operación y al mediador. Al final de la mañana, cada entidad recibe un resumen de las operaciones que ha realizado y de los saldos finales de sus cuentas de efectivo y de valores abiertas en el Banco de España.

Como ensayo para el paso de la comunicación telefónica a la electrónica, recientemente se ha puesto en marcha con algunas entidades una experiencia piloto de conexión directa entre ordenadores, que por ahora sólo permite la transmisión directa de órdenes por parte de las entidades y la consulta de sus saldos en las diferentes cuentas que tienen abiertas en el Banco de España.

De la compensación, al cierre de los mercados, de las operaciones comunicadas, resultan órdenes de pago. Antes de ejecutarlas, se comprueba que existe saldo suficiente en las correspondientes cuentas de valores y de efectivo. De no ser así, pese a que los mercados ya están cerrados, se pueden autorizar transferencias extraordinarias de valores o de efectivo destinadas a subsanar los descubiertos existentes. En determinadas circunstancias, el Banco de España puede también recurrir a los saldos de cualquier cuenta de valores o efectivo abierta en él por la entidad afectada, para solucionar los descubiertos comentados. Si los descubiertos no se solucionan, se comunica a las entidades afectadas las órdenes que no han podido ser cumplimentadas. Lógicamente, en esta selección de las órdenes no atendidas el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero busca aquellas que menores perturbaciones originen al mercado, evitando, en lo posible, la formación de cadenas de operaciones fallidas, para evitar el riesgo de sistema.

IV.1.3. Otras funciones

El Servicio Telefónico del Mercado de Dinero tiene a su cargo, además, la red mayorista interbancaria de transferencias de efectivo y de deuda pública. Dicho con otras palabras, a través suyo se movilizan los saldos de las cuentas de tesorería y de deuda anotada que las entidades autorizadas tienen abiertas en el Banco de España. Con esta movilización se liquidan las órdenes de pago que cada entidad concentra contra

IV.2. ACTIVIDAD DEL SERVICIO TELEFONICO DEL MERCADO DE DINERO DURANTE 1990

	Cifras anuales			Cifras diarias	
	Número de operaciones	Importe (a) (mm)	Importe medio por operación (millones)	Número de operaciones	Importe (mm)
	1	2	3	4	5
1. Mercados interbancarios	149.728	345.119,9	2.305,0	599	1.380,5
1.1. Depósitos	111.587	267.237,0	2.394,9	446	1.068,9
1.2. Certificados BE (cesiones temporales)	38.082	77.823,9	2.043,6	153	311,3
1.3. Computables	59	59,0	1.000,0	—	—
2. Mercado de deuda pública anotada	85.157	80.735,5	948,1	341	322,9
2.1. Entre titulares	80.640	78.138,3	969,0	323	312,6
2.1.1. Operaciones simples	12.587	8.962,3	712,0	51	35,8
2.1.1.1. Contado	7.209	5.041,4	699,3	29	20,2
2.1.1.2. Plazo	5.378	3.920,9	729,1	22	15,6
2.1.2. Operaciones dobles	68.053	69.176,0	1.016,5	272	276,7
2.1.2.1. Cesiones temporales	64.314	65.807,1	1.023,2	257	263,2
2.1.2.2. Simultáneas	3.739	3.368,9	901,0	15	13,5
2.2. Entre negociantes	4.517	2.597,2	575,0	18	10,3
2.2.1. Operaciones simples	4.517	2.597,2	575,0	18	10,3
2.2.1.1. Contado	1.211	772,4	637,8	5	3,1
2.2.1.2. Plazo	3.306	1.824,8	552,0	13	7,2
3. Transferencias	192.831	26.089,0	135,3	771	104,4
3.1. De efectivo	19.505	14.726,0	755,0	78	58,9
3.2. De valores	173.326	11.363,0	65,6	693	45,5
4. Total (=1+2+3)	427.716	451.944,4	1.056,6	1.711	1.807,8

Fuente: STMD.

(a) Importes efectivos, salvo transferencias de valores.

las demás, como consecuencia de las transacciones reales y financieras, propias y de sus clientes (4). Dentro de estas órdenes de pago se encuentran las resultantes de la compensación de saldos brutos de efectivo correspondientes a la contratación en los principales mercados financieros existentes en nuestro país. Todos ellos, con diferentes niveles de organización, cuentan con procedimientos de compensación, tanto del instrumento financiero negociado, que se liquidará a través del correspondiente sistema de pagos, como de dinero, que se liquida por el sistema de pagos de efectivo que gestiona el Servicio Telefónico.

Este, además de las funciones descritas, realiza otras como canalizar las intervenciones del Banco de España en los mercados antes citados, las subastas, etc. Todos los servicios que presta son de libre aceptación por parte de las entidades, que abonan por ellos las tarifas establecidas.

El cuadro IV.2 resume la actividad del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero durante 1990. En él puede verse que, en este año, se liquidaron 427.716 operaciones, de significado e importancia muy heterogéneos, por un importe de 451,9 billones de pesetas (5). Para dar una idea relativa de estas magnitudes, basta considerar que la negociación efectiva en todas las bolsas españolas alcanzó en dicho año un importe que representa el 1,03 % de la actividad del Servicio.

IV.2. Mercado interbancario de depósitos

Cronológicamente, el primer mercado que empezó a operar a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero fue el interbancario de depósitos. El organismo rector de este mercado es el Banco de España, que, además de supervisarlos, lo regula por medio de circulares (6).

Su rasgo más característico es que se trata de un *mercado primario*, sin que los préstamos que nacen en él sean posteriormente negociables en el mercado secundario, por ahora.

Otra característica destacable es que se trata de un mercado *mayorista*, ya que el importe mínimo que puede negociarse es de 50 millones

(4) Estas órdenes de pago van incorporadas a instrumentos de pago tales como cheques, órdenes de transferencia, pagarés, letras de cambio, recibos domiciliados, etc. La separación entre instrumentos y órdenes de pago permite la transmisión electrónica de éstas, que sirve de base al funcionamiento del Sistema Nacional de Compensación Electrónica.

(5) Lógicamente, la mayoría de estas operaciones originan varios apuntes (de valores y de efectivo, al iniciarse y al vencer) en las correspondientes cuentas.

(6) Sus normas técnicas de funcionamiento figuran en el «Manual del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero».

y el importe medio por operación se sitúa en torno a los 2.400 millones de pesetas.

IV.2.1. Instrumento negociado

En él se negocian *préstamos a plazo fijo con garantía personal* (depósitos para quien los recibe), es decir, operaciones que incorporan un *riesgo de crédito* que alcanza al principal más los intereses pactados. Esto justifica, en primer lugar, las rigurosas barreras de entrada vigentes; en segundo lugar, la existencia de límites al riesgo que cada entidad está dispuesta a asumir en este mercado con cada una de las demás (selección de la contrapartida); y, en tercer lugar, que estas operaciones no se contraten por el procedimiento ciego, es decir, sin conocer a la entidad con la que se está operando.

Los fondos intercambiados como contrapartida de estos préstamos (depósitos) nunca han estado sometidos a los coeficientes de caja o de inversiones obligatorias, dado que se trata de fondos ya intermediados. Sí computan para el coeficiente de recursos propios, lo que contribuye a acortar aún más el vencimiento de unas operaciones en gran parte a muy corto plazo, como es característico de la gestión de tesorería.

En efecto, una entidad que presta, por ejemplo, 1.000 millones, en este mercado consume recursos propios por importe de 12,5 millones (7). Si, estando vivo este préstamo, cambia su situación y necesita tomar en préstamo 800 millones, su posición neta respecto al resto del mercado será prestamista por valor de sólo 200 millones, pese a lo cual su consumo de recursos propios no habrá variado (8). Lógicamente, esto no habría sucedido si la entidad hubiera podido vender en el mercado secundario 800 millones del préstamo inicialmente concedido, o si éste hubiera vencido y sólo lo hubiera renovado por un importe de 200 millones. En ambos casos, el consumo de recursos propios sería de 2,5 millones (9).

El resultado de todo ello es que del *total negociado* en un sólo día (1.380,5 mm, como media en 1990) el 89,7 % corresponde a operaciones con plazo de un día y el 96,4 % a operaciones a menos de un mes. Estos porcentajes quedan, lógicamente, muy atemperados si, en lugar de considerar las operaciones realizadas, se contemplan los *saldos vivos*

(7) Los préstamos interbancarios tienen asignado en el coeficiente de recursos propios un multiplicador del 1,25 %.

(8) Al seguir vivo el riesgo de crédito contraído como consecuencia del préstamo inicial.

(9) En las operaciones dobles con deuda anotada, que contablemente son operaciones de financiación, el consumo de recursos propios se calcula previo establecimiento del saldo neto de las posiciones activas y pasivas.

resultantes de ellas. En este caso, los saldos a un día pasan a ser el 22,5 % del total, y el 32,5 % los que tienen plazo inferior al mes.

Para favorecer un alargamiento de los plazos, permitiendo deshacer las posiciones tomadas en este mercado, es inminente la aparición de los *depósitos interbancarios transferibles*. Como su nombre indica, estos depósitos, que podrán ser emitidos por cualquier miembro del mercado por ventanilla o mediante subastas, no serán transmisibles al público. Se emitirán a la par, con tipo de interés explícito, pagadero mediante un único cupón de fecha igual a la de amortización. Los plazos de emisión previstos son 1, 3, 6, 9 y 12 meses y el importe a percibir por su tenedor en el momento de la amortización (nominal más cupón) deberá ser múltiplo de 100 millones de pesetas.

Lógicamente, el rasgo diferenciador más característico de los depósitos interbancarios transferibles será su negociabilidad, lo que permitirá el desarrollo, a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, de un mercado secundario, únicamente entre los miembros del mercado. En él, los depósitos, presumiblemente emitidos a mayor plazo que los actuales, podrán amortizarse anticipadamente, mediante recompras del emisor, o cambiar de tenedor.

IV.2.2. Miembros

El interbancario de depósitos es un *mercado cerrado* al que tienen acceso, además del Banco de España, bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito, crédito oficial, sociedades mediadoras en el mercado de dinero, sociedades de crédito hipotecario, entidades de financiación y sociedades de arrendamiento financiero.

IV.2.3. Operativa

a) Entre miembros

Para tratar de la operativa en este mercado, hay que distinguir entre el Banco de España y el resto de los miembros. Comenzando por éstos, la *cotización* es telefónica y a través de pantallas de los mediadores (brokers). Por su parte, la *negociación* de aproximadamente las dos terceras partes de las operaciones se realiza a través de mediadores y el resto directamente. Una vez acordada la operación, las dos entidades deben comunicarla al Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, especificando contrapartida, importe, plazo, tipo de interés y, en su caso, mediador participante. Llegada la fecha de reembolso, sin necesidad de nueva comu-

nicación, el citado Servicio se encarga de deshacer la operación, abonando a la entidad prestamista el principal y los intereses comunicados.

En 1990, la negociación media diaria se situó en 1.380,5 mm, con lo que la tasa media de crecimiento de esta magnitud continúa situada en torno al 20 % anual.

El cuadro IV.3 recoge la evolución de los *salos vivos* de financiación derivados de esta negociación. En el total, destacan las perturbaciones producidas desde 1982 hasta 1986, año, este último, en el que los saldos vivos totales presentan un crecimiento interanual del 132,3 %, frente al 13,4 % del año anterior. Estas perturbaciones se deben a la aparición, a finales de 1981, de las operaciones dobles (cesiones temporales) realizadas primero con certificados de regulación monetaria y luego con pagarés del Tesoro. Cuando, a mediados de 1985, ya no existen tales certificados y se crea el coeficiente de pagarés del Tesoro, al haberse establecido su opacidad fiscal como parte significativa de su rentabilidad, una parte importante de las operaciones que en los últimos años se habían instrumentado mediante cesiones temporales vuelve al mercado interbancario de depósitos y determina el importante crecimiento de los saldos vivos comentado más arriba (10).

No resulta fácil seleccionar una magnitud con la que comparar el crecimiento nominal de este mercado, con el fin de establecer su evolución en términos relativos. No cabe optar por ningún agregado bancario, activo o pasivo, relacionado con el coeficiente de caja por las múltiples modificaciones que han experimentado sus definiciones, ni, en el otro extremo, por una magnitud como el total del balance del sistema bancario, por ser excesivamente global. Por ello, con todo tipo de reservas, se han elegido los depósitos del sector privado en el sistema bancario, obteniendo los datos recogidos en el cuadro IV.3, que muestran un crecimiento ininterrumpido hasta llegar, siempre en términos de saldos vivos, a que en 1990 se intercambie en estos mercados el 14,3 % de los fondos captados del público mediante depósitos.

Las dos funciones señaladas como características de este mercado —colocación de puntas de tesorería y cauce para intercambiar financiación estable— se aprecian con claridad en la evolución del plazo de las operaciones que recoge el cuadro IV.3, en el que los saldos vivos de las operaciones a un día presentan en los últimos años cierto estancamiento, en torno al 23 %, mientras que, para los correspondientes a operaciones a más de tres meses, el crecimiento es mucho más acelerado, llegando a representar el 41,3 %.

(10) El trasvase previo de depósitos a dobles se debió a que éstos, además de aportar más garantía, estaban exentos del Impuesto General sobre el Tráfico de Empresa (ITE), que entonces gravaba los depósitos.

IV.3. MERCADO INTERBANCARIO DE DEPOSITOS

	Saldos vivos (a)							Pro memoria: Depósitos del sistema privado en sistema bancario (b)	
	Totales mm	A un día		A menos de un mes		A más de tres meses		mm	% de 1 sobre 8
		mm	% sobre 1	mm	% sobre 1	mm	% sobre 1		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1977	77,9	8,9	11,4	33,5	43,0	3,6	4,6	6.780,9	1,15
1978	129,0	39,8	30,8	63,2	49,0	12,5	9,7	8.125,0	1,59
1979	165,0	31,7	19,2	88,4	53,6	5,8	3,5	9.717,6	1,70
1980	213,8	44,6	20,9	93,0	43,5	19,8	9,3	11.346,0	1,88
1981	255,1	52,2	20,5	106,6	41,8	43,9	17,2	13.199,8	1,93
1982	299,6	42,5	14,2	86,7	28,9	81,3	27,1	15.038,4	1,14
1983	405,8	44,2	10,9	84,4	20,8	151,7	37,4	17.011,6	2,39
1984	848,0	160,2	18,9	234,6	27,7	280,5	33,1	19.055,1	4,45
1985	961,7	174,7	18,2	246,1	25,6	426,8	44,4	19.945,7	4,82
1986	2.233,7	555,8	24,9	815,6	36,5	800,9	35,9	20.376,8	10,91
1987	2.695,6	637,7	23,7	836,5	31,0	1.056,0	39,2	21.868,0	12,33
1988	2.904,5	650,2	22,4	917,3	31,6	1.080,5	37,2	23.978,0	12,11
1989	3.574,1	885,8	24,8	1.177,5	32,9	1.434,1	40,1	26.370,7	13,60
1990	4.232,3	954,3	22,5	1.377,6	32,5	1.748,3	41,3	30.172,2	14,03

(a) Media de cifras diarias.

(b) Saldo fin de año.

Desagregando estos saldos vivos por instituciones, en 1990 la media diaria del trasvase neto de fondos a favor de la banca fue de 1.989,2 mm, de los que 1.512,8 mm provenían de las cajas de ahorros y 476,4 mm de otros operadores. Del total neto captado por la banca, 893,8 mm correspondían a la banca nacional, representando el 2,2 % de su balance, y 1.095,4 mm a la banca extranjera, lo que equivalía al 36,1 % de su balance.

b) Con el Banco de España

La actuación del Banco de España en este mercado es cualitativamente diferente a la de los restantes miembros, por varios motivos. En primer lugar, por su carácter asimétrico, dado que únicamente actúa como financiador, mediante los préstamos de regulación monetaria, varias veces citados. Como es sabido, y con el procedimiento que luego se comenta, estos préstamos sólo se conceden a bancos y cajas de ahorros, por un importe que, para cada entidad, tiene un doble límite: el 80 % de sus recursos propios y el importe de los valores públicos afectados como garantía complementaria.

La segunda diferencia radica en la motivación, ya que el volumen total de financiación otorgada mediante estos préstamos depende en cada momento de los objetivos de la política monetaria, teniendo en cuenta las operaciones de inyección o drenaje de liquidez realizadas con otros instrumentos (11).

En este sentido, el cuadro IV.4 muestra los importantes cambios registrados en la instrumentación de la política monetaria durante 1990. Hasta el mes de febrero, el principal instrumento de inyección de liquidez eran los préstamos de regulación monetaria, normalmente a un día, que llegaron a alcanzar un saldo medio diario de 1.399,7 mm. En este mes, se puso en práctica la reforma del coeficiente de caja, basada en sustituir su tramo remunerado por certificados del Banco de España, cuyas características se comentan al tratar del mercado correspondiente. Con ello, por primera vez las entidades contaban con una cartera de valores (3.123,0 mm sólo por este concepto) suficiente para servir de soporte a operaciones de mercado abierto con el Banco de España, en especial, cesiones y adquisiciones temporales.

(11) En su práctica totalidad, las operaciones de regulación monetaria se realizan con bancos y cajas de ahorros. Todas las operaciones pasivas del Banco de España con estos intermediarios tienen motivación básicamente monetaria; de las activas, durante 1990, tuvieron este carácter el 81,6 %, siendo el resto préstamos personales que obedecían a otras causas.

Dadas las considerables ventajas que, frente a los préstamos de regulación monetaria, presentan las operaciones de mercado abierto —su simetría, agilidad operativa y, sobre todo, la flexibilidad que permiten en la constitución de las garantías— las adquisiciones temporales del Banco de España sustituyeron rápidamente a los préstamos como principal instrumento creador de liquidez (12).

Esta pérdida de importancia de los préstamos planteó cambios significativos en el tercer rasgo distintivo de la actuación del Banco de España: su forma de negociación. Desde 1977, el principal mecanismo para la distribución de préstamos eran las subastas. A ellas, únicamente podían acudir bancos y cajas de ahorros, presentando a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero hasta tres peticiones a diferentes tipos de interés. Una vez cerrado el plazo para recibir peticiones, el Banco de España ordenaba las recibidas, de mayor a menor tipo de interés. Para la adjudicación había dos posibilidades extremas. Si primaba una política monetaria basada en el control de cantidades, el Banco de España adjudicaba, al tipo de interés solicitado, aquellas peticiones cuyo importe acumulado coincidía con el volumen de préstamos que deseaba conceder. El menor tipo de interés aceptado se denominaba tipo marginal y, ponderando los tipos de interés aceptados con sus respectivos importes, se obtenía el tipo medio ponderado. Si, por el contrario, primaba una política de tipos de interés, el Banco de España adjudicaba, siempre al tipo solicitado, las cantidades demandadas a tipos de interés iguales o superiores al que se quería establecer.

Tras la aparición de los certificados del Banco de España, los préstamos de regulación monetaria han ido tomando un carácter más ocasional en la operativa diaria. A sus actuales subastas sólo tienen acceso las entidades reconocidas como creadores de mercado en el mercado de deuda pública anotada (13). Se realizan cuando, teniendo que inyectar liquidez el Banco de España, las carteras de las entidades no son suficientes para soportar las adquisiciones temporales del Banco de España necesarias. Por ello, son más frecuentes e importantes el último día de cada decena de cumplimiento del coeficiente de caja.

Junto a estas subastas, cabe realizar, también, operaciones individuales en respuesta a demandas de liquidez de entidades concretas. Estas últimas actuaciones, conceptualmente más cercanas a la función tradicional del Banco de España como prestamista en última instancia, se

(12) Tradicionalmente, en las pólizas destinadas a garantizar los préstamos de regulación monetaria se incluían valores públicos ya inmovilizados por el coeficiente de inversión. Con el descenso de éste, los valores computados en 1990 eran insuficientes para constituir las garantías necesarias.

(13) Sobre los creadores de mercado véase el apartado V.1.3.

IV.4. BANCO DE ESPAÑA: OPERACIONES DE REGULACION MONETARIA

Saldos vivos: medias de cifras diarias en mm

	Total	Préstamos de regulación monetaria	Operaciones dobles			Pro memoria: Pasivos captados mediante coeficiente		
			Total	Adquisiciones temporales	Cesiones temporales	Total	Caja	Certificados del Banco de España
			1=2+3	2	3=4+5	4	5	6=7+8	7	8
1987	-28,0	374,6	-402,6	0,1	402,7	4.036,5	4.036,5	-
1988	-483,5	246,2	-729,7	6,8	736,5	4.006,1	4.006,1	-
1989	181,9	897,2	-715,3	67,1	782,4	4.568,1	4.658,1	-
1990	872,7	518,9	353,8	906,2	552,4	4.529,9	2.096,4	2.433,5
1990 ENE	738,4	1.322,7	-584,3	25,1	609,4	4.481,2	4.481,2	-
FEB	572,0	1.399,7	-827,7	9,7	837,4	4.437,8	4.437,8	-
MAR	312,0	1.263,5	-951,5	15,1	966,6	4.471,6	3.363,4	1.108,2
ABR	40,4	1.071,7	-1.031,3	46,8	1.078,1	4.487,3	1.364,3	3.123,0
MAY	247,7	659,7	-412,0	616,4	1.028,4	4.488,4	1.365,4	3.123,0
JUN	392,2	6,9	385,3	1.322,2	936,9	4.527,9	1.404,9	3.123,0
JUL	928,0	-	928,0	1.516,5	585,5	4.465,4	1.444,7	3.120,7
AGO	1.603,7	308,8	1.294,9	1.540,3	245,4	4.555,4	1.434,8	3.120,6
SEP	1.275,7	28,8	1.246,9	1.440,0	193,1	4.570,3	1.449,7	3.120,6
OCT	1.293,0	26,8	1.266,2	1.333,0	66,8	4.574,1	1.453,4	3.120,7
NOV	1.471,7	134,3	1.337,4	1.290,7	46,7	4.570,9	1.449,9	3.121,0
DIC	1.691,5	4,3	1.687,2	1.718,8	31,6	4.628,4	1.507,4	3.121,0

han realizado normalmente a tipos de interés penalizados respecto a los vigentes en el mercado (14).

IV.2.4. Tipos de interés

Los tipos de interés que refleja el cuadro IV.5 están expresados en media anual de cifras diarias. Con ello, aunque se obtiene una impresión sintética de su evolución a lo largo del tiempo, se pierden algunas características de esta evolución que conviene resaltar.

La principal de ellas es un importante descenso registrado en la variabilidad de los tipos de interés, fruto de diversos factores. El primero, de carácter general, es el sensible apaciguamiento que en este período registran todos los mercados financieros y no financieros, nacionales e internacionales, a partir de la tumultuosa situación inicial, en pleno auge de la crisis ya comentada. El segundo, muy relacionado con el primero, son los indudables, aunque siempre parciales, éxitos en la lucha contra la inflación, claramente visibles en la última columna del cuadro IV.5. Finalmente, hay que citar la influencia de los cambios registrados en la ejecución de la política monetaria: por un lado, el creciente énfasis en el seguimiento de los tipos de interés, a costa de la rigurosa política de cantidades inicial; por otro, las mejoras en la programación e instrumentación, que la experiencia adquirida ha permitido introducir.

Dada su obtención en tiempo real, que corresponden a fondos no distorsionados por coeficientes, y que se forman en mercados suficientemente amplios y profundos, los tipos de interés formados en el mercado interbancario de depósitos se han utilizado siempre como referencia a la hora tanto de instrumentar la política monetaria como de considerar la evolución de los tipos de interés de todo el sistema financiero. Este papel central se ha visto consolidado a través del mercado de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, tema que será tratado a continuación, mediante la creciente importancia de las operaciones bancarias activas y pasivas con tipo de interés variable, que utilizan frecuentemente como tipos de referencia los del interbancario de depósitos, y a través de la incidencia de éstos en los tipos de interés registrados en el mercado de pagarés de empresa (15).

(14) Para completar la visión de los actuales procedimientos de intervención monetaria del Banco de España, véase el apartado IV.3.

(15) No obstante, debe recordarse que no existe un MIBOR oficialmente establecido. Las frecuentes referencias a este tipo de interés no siempre son claras ni, menos aún, tienen para todas las entidades y operaciones el mismo significado.

IV.5. TIPOS DE INTERES

Media de cifras diarias %

	Préstamos de regulación monetaria a un día	Mercado interbancario de depósitos			Pro memoria: deflactor del PIB
		Un día	Un mes	Tres meses	
1977	—	13,1	15,3	15,5	23,2
1978	20,5	20,8	21,8	17,6	20,6
1979	13,6	13,1	16,2	15,5	17,1
1980	15,5	15,5	15,7	16,5	14,2
1981	17,0	16,6	15,6	16,2	12,0
1982	18,0	17,2	15,9	16,3	13,8
1983	20,6	19,5	20,0	20,0	11,6
1984	14,7	12,6	14,3	14,9	10,8
1985	12,4	11,6	12,0	12,2	8,5
1986	11,6	11,5	11,7	11,7	11,1
1987	16,0	16,1	16,2	15,8	5,9
1988	11,3	11,3	11,5	11,7	5,6
1989	14,0	14,4	14,8	15,0	6,9
1990	14,8	14,8	15,0	15,2	7,3

IV.2.5. Integración con otros mercados

El estudio de los mecanismos concretos de integración entre los diferentes mercados financieros es un tema difícil. A partir de la unidad básica que proporciona la característica, común a todos estos mercados, de servir de cauce al intercambio de financiación, el mayor o menor grado de segmentación entre ellos depende de un complejo entramado de factores económicos, jurídicos, contables, fiscales, tecnológicos, e incluso históricos, que no es fácil desentrañar.

En relación al mercado interbancario de depósitos, en el epígrafe anterior ya se ha comentado cómo el descenso en la variabilidad de sus *tipos de interés* ha facilitado su uso en la indicación de operaciones en los mercados intermediados crediticios y de depósitos y en el mercado de pagarés de empresa, así como, en menor medida, en las emisiones de valores de renta fija privados a medio y largo plazo.

Otro mecanismo de integración que conviene recordar por la especial importancia que ha llegado a cobrar entre nosotros, son las *operaciones dobles* (cesiones y adquisiciones temporales). Al comentar la evolución de los saldos vivos en el mercado interbancario de depósitos (cuadro IV.3) se ha puesto de manifiesto el alto nivel de sustituibilidad entre estos instrumentos y las cesiones temporales, primero con certificados de regulación monetaria, luego con pagarés del Tesoro y actualmente con otras formas de deuda pública anotada y con certificados del Banco de España.

La función integradora entre diferentes mercados de las operaciones dobles con deuda anotada no se agota aquí, ya que, por ejemplo, en las relaciones del sistema bancario con su clientela de pasivo, estas operaciones comenzaron en 1984 representando el 1,4 % de los depósitos del sector privado y, pese al fuerte descenso de las dobles con pagarés del Tesoro, en 1990 han llegado a alcanzar el 26 % de dichos depósitos, ejerciendo una función claramente sustitutoria de los mismos.

Finalmente, queda recordar que, al tratar de la actuación del Banco de España en este mercado, se ha comentado la sustitución casi total de los préstamos de regulación monetaria también por operaciones dobles, en este caso con certificados del Banco de España.

IV.3. Mercado interbancario de certificados del Banco de España

IV.3.1. Instrumento negociado

Como ya se ha dicho, los actuales certificados del Banco de España nacen en 1990, como consecuencia de la reforma del coeficiente de caja. Al descender el nivel de éste desde el 17 % al 5 % de los pasivos computables, hubo que retirar del sistema la liquidez liberada, con el fin de evitar el fortísimo crecimiento de las magnitudes monetarias que se hubiera producido. Para ello, se obligó a las entidades sometidas al coeficiente de caja a suscribir estos certificados por los importes recogidos en el cuadro IV.6.

IV.6. DISTRIBUCION INICIAL DE LOS CERTIFICADOS DEL BANCO DE ESPAÑA

	<i>Miles de millones</i>
Bancos	1.662,0
Cajas de ahorros	1.461,0
Cooperativas de crédito	155,6
Otros	37,1
Total	3.315,7

Los certificados del Banco de España tienen un nominal unitario de 10 millones de pesetas y se instrumentan mediante anotaciones en cuenta en el Banco de España. Su rentabilidad es del 6 % anual, paga-

dera mediante cupones semestrales, y se amortizarán, mediante cuotas crecientes, desde marzo de 1993 a septiembre del año 2.000.

IV.3.2. Operaciones

Desde su emisión, estos certificados son negociables mediante operaciones *dobles* sólo con el Banco de España o con otras entidades sometidas al coeficiente de caja. Respecto a las operaciones *simples*, pueden realizarse libremente con el Banco de España; sin embargo, con las restantes entidades sometidas al coeficiente de caja, sólo son negociables: durante 1990, los que vencen hasta 1994 (19 % de los emitidos); durante 1991, los anteriores, más los que vencen hasta 1997 (en conjunto el 54 % de los emitidos); a partir de 1992, la negociación es libre dentro del colectivo citado, sin que esté previsto autorizar su transmisión fuera de él. Con estas limitaciones temporales de las operaciones simples se pretendía evitar que la repercusión en el impuesto sobre sociedades, a través de la venta simple de certificados con fuertes minusvalías (dada su cotización muy por debajo de la par), altere la rentabilidad prevista para los suscriptores iniciales.

Lógicamente, se trata de un mercado *secundario*, del que son *miembros* el Banco de España y las entidades con coeficiente de caja, y cuyas operaciones se ejecutan, compensan y liquidan a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero.

IV.3.3. Función

Como se ha comentado, el Banco de España viene postulando desde hace años la conveniencia de instrumentar su intervención en los mercados monetarios mediante operaciones de mercado abierto, en especial mediante operaciones dobles con deuda del Estado (16).

Frente a los préstamos de regulación monetaria, las operaciones de mercado abierto presentan tres ventajas básicas: su simetría, es decir, su capacidad tanto para inyectar como para drenar liquidez; una formalización mucho más flexible de las garantías, frente a la inmovilización en póliza de valores públicos que acompaña a los préstamos; y potenciar la constitución, por parte de las entidades, de segundas líneas de liquidez integradas por activos altamente líquidos, que, actuando como colchón entre los depósitos en el Banco de España y las restantes inversiones

(16) Lógicamente, sólo se utilizan operaciones simples cuando se considera que las intervenciones tienen un carácter permanente.

crediticias, contribuyan a flexibilizar la estructura de los balances bancarios. Las características de esta segunda línea de liquidez y la alta intercambiabilidad de los activos que la integran con las partidas más líquidas del balance bancario constituye, además, un eficaz mecanismo de integración entre los mercados monetarios y los crediticios.

Esta pretensión nunca había podido llevarse a la práctica, primero por la inexistencia de deuda del Estado emitida en condiciones de mercado y, por tanto, no cautiva por el coeficiente de inversión; luego, por la ausencia de un mercado secundario eficiente; y posteriormente, tras la creación del Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda Pública, por las exiguas carteras bancarias de valores públicos no cedidos temporalmente al público, totalmente insuficientes para sustentar las inyecciones de liquidez necesarias.

Con la aparición de los certificados del Banco de España, esta situación cambia radicalmente, dado que las entidades cuentan ya con una segunda línea de liquidez, de constitución forzosa, cuya secuencia temporal de amortización permite consolidar plenamente las operaciones de mercado abierto. Esto ha permitido el profundo cambio en la instrumentación de la política monetaria, ya comentado, en virtud del cual los préstamos sólo se utilizan para los apoyos de liquidez en última instancia y para circunstancias especiales. Por el contrario, las operaciones dobles en régimen de mercado abierto, esencialmente con certificados, se utilizan tanto para la provisión básica de liquidez cada decena del coeficiente de caja —mediante subastas de adquisiciones temporales por el Banco de España, a diez días, abiertas al sistema bancario y que se resuelven el primer día de cada decena de cumplimiento del coeficiente de caja— como para los ajustes diarios de liquidez y para el seguimiento a muy corto plazo de los tipos de interés, mediante operaciones a un día con los creadores de mercado.

IV.3.4. Negociación

El cuadro IV.7 recoge las operaciones dobles realizadas con certificados del Banco de España en los meses que este mercado lleva funcionando (17). Las más significativas son las adquisiciones temporales del Banco de España, con un plazo de diez días y realizadas mediante subastas (columnas 5 y 6). El procedimiento es igual al comentado al tratar de las subastas de préstamos de regulación monetaria y, como se ha dicho, se desarrollan al comienzo de cada decena de cumplimiento del coeficiente de caja, como mecanismo básico de provisión de liquidez al sistema.

(17) Las operaciones simples carecen, hasta ahora, de importancia.

**IV.7. MERCADO DE CERTIFICADOS DEL BANCO DE ESPAÑA.
OPERACIONES DOBLES REALIZADAS**

mm

		<i>Total</i>		<i>Con Banco de España</i>							<i>Resto</i>		
				<i>Adquisiciones del Banco de España</i>					<i>Cesiones del Banco de España</i>				
		<i>Nº</i>	<i>Total</i>	<i>Total</i>		<i>En subasta decenal</i>		<i>En intervención diaria</i>		<i>Nº</i>	<i>Importe</i>	<i>Nº</i>	<i>Importe</i>
				<i>Nº</i>	<i>Importe</i>	<i>Nº</i>	<i>Importe</i>	<i>Nº</i>	<i>Importe</i>				
		1=3+9+11	2=4+10+12	3=5+7	4=6+8	5	6	7	8	9	10	11	12
1990	MAY	2.325	4.269,2	2.027	3.779,2	1.628	1.899,0	399	1.880,2	—	—	298	490,0
	JUN	4.130	7.119,8	3.433	6.121,9	2.591	3.471,9	842	2.650,0	13	256,1	684	741,8
	JUL	4.109	7.924,0	3.787	5.565,5	3.416	4.222,7	371	1.342,8	40	1.888,2	282	470,3
	AGO	4.773	8.064,8	3.641	6.665,3	2.975	3.977,6	666	2.687,7	14	238,6	1.118	1.160,9
	SEP	6.072	11.034,5	4.769	8.051,6	4.088	4.930,4	681	3.121,2	6	127,0	1.297	1.853,0
	OCT	5.403	13.475,3	3.353	10.492,4	1.769	2.139,9	1.584	8.352,5	19	435,2	2.031	2.547,7
	NOV	6.236	15.121,5	3.854	11.906,3	2.359	3.300,4	1.495	8.605,9	—	—	2.382	3.125,2
	DIC	5.034	10.814,8	3.424	8.780,7	2.384	3.916,2	1.040	4.864,5	—	—	1.610	2.034,1
1991	ENE	3.595	7.992,6	3.370	5.174,0	3.252	4.699,8	118	474,2	63	2.322,4	162	496,2
	FEB	7.404	22.114,6	4.188	17.749,1	1.916	2.427,7	2.272	15.321,4	—	—	3.216	4.365,5
	MAR	11.389	37.467,1	6.020	29.252,1	3.598	6.369,4	2.422	22.882,7	—	—	5.369	8.215,0
	ABR	5.135	15.555,8	3.614	12.780,8	2.592	4.253,2	1.022	8.527,6	28	561,0	1.493	2.214,0
	MAY	3.986	10.123,7	3.518	8.097,9	3.041	4.503,2	477	3.594,7	28	932,4	440	1.093,4
	JUN	2.169	4.124,7	1.925	3.398,2	1.751	2.227,4	174	1.170,8	61	2.916,9	183	1.207,8
	JUL	2.211	7.757,5	1.988	4.089,0	1.709	2.157,1	279	1.931,9	73	2.818,2	150	850,3
	AGO	3.988	13.890,1	3.041	12.633,6	1.558	1.931,9	1.483	10.701,7	—	—	947	1.256,5
	SEP	4.474	15.938,2	3.491	13.771,6	1.814	1.952,2	1.677	11.819,4	—	—	983	2.166,6

Los certificados no utilizados en estas operaciones son el principal instrumento usado en las intervenciones diarias del Banco de España, básicamente adquisiciones temporales a un día (columnas 7 y 8), encaminadas fundamentalmente a mantener los tipos de interés dentro de la banda programada (18).

Finalmente, las columnas 11 y 12 recogen las operaciones temporales realizadas entre miembros del mercado, sin participación del Banco de España.

(18) Dados los importantes volúmenes de liquidez que ha sido necesario inyectar en esta etapa, en ambas formas de intervención el Banco de España ha venido valorando los certificados al 100% de su importe nominal, en la operación inicial.

V

MERCADOS OFICIALES DE VALORES

El concepto de mercados secundarios oficiales de valores surge en el Título IV de la Ley del Mercado de Valores. Las características básicas comunes que reúnen este tipo de mercados son las siguientes:

- a) Son *mercados organizados*, que deben contar con un organismo rector responsable de establecer y controlar las normas de acceso al mercado, de cotización y contratación y de difusión de la información.
- b) Se trata de *mercados cerrados*, en los que sólo pueden operar los miembros autorizados: con las particularidades que se citan al tratar de cada mercado, entidades financieras inscritas en registros oficiales y sometidas a supervisión pública.
- c) Las obligaciones mínimas de los *miembros* para con sus clientes están reguladas. De igual forma, el Gobierno puede prohibir o limitar las *operaciones* que puedan poner en peligro la transparencia y buen funcionamiento del mercado, o los intereses de los inversores.
- d) La *admisión a negociación* de los valores privados la debe solicitar el emisor y aprobarla el correspondiente organismo rector, previa verificación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores del cumplimiento de los requisitos exigidos en cada caso.
- e) Las *entidades emisoras* de los valores admitidos a cotización deben someterse a auditoría anualmente y publicar trimestralmente determinados estados financiero-contables. Se exceptúan el Estado, las comunidades autónomas, organismos internacionales a

los que pertenezca España y las entidades de derecho público que establezca el Gobierno.

- f) Salvo en el caso de las bolsas de valores, que tienen la negociación exclusiva de los valores representados mediante títulos, todos los valores admitidos a negociación deben estar instrumentados mediante *anotaciones en cuenta* (1).
- g) Finalmente, como característica distintiva más significativa frente a los mercados no oficiales, les pertenece la *negociación exclusiva* de los valores admitidos a cotización. Como consecuencia de ello, son nulas las operaciones con estos valores en las que no participe un miembro del mercado, ya sea por cuenta propia o ajena, o bien tomando razón.

La citada Ley reconoce como oficiales el Mercado de Deuda Pública Anotada y las Bolsas de Valores. Además, establece que el gobierno, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, puede regular la organización y funcionamiento de otros mercados secundarios oficiales, siempre que se ajusten a los principios establecidos en la Ley. Haciendo uso de esta autorización, el gobierno ha reconocido como oficiales los mercados de futuros y opciones financieros.

V.1. Mercado de Deuda Pública Anotada

En el apartado III.1.2 se han comentado los rasgos básicos de la evolución de la financiación de los déficit públicos en los últimos años. Allí, se ponía de manifiesto cómo sin el Mercado de Deuda Pública Anotada hubiera sido imposible la negociación mínimamente eficiente de unos saldos que, en el caso de la deuda negociable emitida por el Estado se han multiplicado por 54, durante la última década, llegando a alcanzar el 31,8 % del PIB (2).

Dado que la deuda del Estado es el único caso en el que el proceso de sustitución de los títulos por anotaciones en cuenta está prácticamente ultimado, antes de entrar a tratar del correspondiente mercado, va a comentarse brevemente su Sistema de Anotaciones.

(1) En estos momentos, está pendiente el desarrollo reglamentario de la Ley del Mercado de Valores en materia de anotaciones en cuenta.

(2) La Ley del Mercado de Valores establece que en este mercado se pueden negociar valores representados mediante anotaciones en cuenta emitidos por: a) el Estado, b) las comunidades autónomas, y c) otras instituciones públicas u organismos internacionales a los que pertenezca España, si así lo autoriza el Ministerio de Economía y Hacienda. Por el momento, se han admitido a negociación valores de las clases a) y b), pero, dado que la deuda anotada de las comunidades autónomas registra una negociación prácticamente nula, en lo sucesivo sólo se hará referencia a la deuda anotada emitida por el Estado.

V.1.1. El Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda Pública

Como procedimiento de tenencia, el Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda Pública se basa, como su nombre indica, en la instrumentación de la deuda pública únicamente mediante anotaciones en cuenta. Con ellas, culmina un proceso de desmaterialización del título-valor tradicional, que conduce a la desaparición de cualquier soporte físico para el valor, y del que constituye una etapa intermedia el sistema de fungibilidad de los títulos-valores, vigente en nuestras bolsas desde 1974 (3).

Por tanto, las anotaciones en cuenta no tienen ningún soporte documental, existiendo tan sólo como un simple apunte contable cuyo titular consta en la Central de Anotaciones, que gestiona el Banco de España y actúa como registro central, o en las entidades gestoras, que actúan como segundo escalón de registro. Actualmente, toda la deuda del Estado se emite en anotaciones en cuenta, instrumentación que acoge el 98,9 % de los saldos negociables en circulación.

Existen en la Central de Anotaciones dos grandes grupos de cuentas. Las primeras, denominadas *cuentas directas*, pueden ser abiertas por cualquiera que suscriba deuda directamente en las subastas que organiza el Banco de España y gestiona el Tesoro. Sus titulares deben designar una cuenta bancaria domiciliataria, donde el Banco de España les abona los rendimientos y el importe de las amortizaciones. Están diseñadas básicamente como una forma de tenencia estable de deuda por parte de pequeños y medianos inversores. Si se desea vender la deuda anotada en ellas en el mercado secundario, debe transferirse previamente a las cuentas de clientes de una entidad gestora.

Del segundo grupo de cuentas, sólo pueden ser titulares los *miembros del mercado*. Las entidades que sólo pueden mantener en ellas deuda de su propiedad se denominan *titulares de cuentas* y las que pueden mantener en ellas un saldo global representativo de la deuda propiedad de sus clientes se denominan *entidades gestoras*, algunas de las cuales tienen la posibilidad de albergar en sus cuentas, con la debida separación, deuda anotada propia y de sus clientes (4).

(3) Los títulos-valores incluidos en el sistema de fungibilidad existen realmente, pero están guardados en las entidades depositarias. Se movilizan por medio de referencias numéricas (resguardos), cuya titularidad cambia en las sucesivas compraventas, refiriéndose no a un valor concreto, sino a cualquiera que incorpore los mismos derechos y obligaciones.

(4) Este saldo global debe corresponderse exactamente con los registros de las cuentas individuales que la entidad gestora tiene abiertas a sus clientes. Por razones obvias, la anotación de los saldos en poder de no residentes presenta algunas peculiaridades, que llegan a repercutir en la compensación y liquidación.

V.1. DEUDA ANOTADA: CUENTAS PROPIAS Y DE TERCEROS
(31.12.1990)

	<i>Total</i>				<i>Letras del Tesoro</i>		<i>Pagarés del Tesoro</i>		<i>Bonos y obligaciones</i>	
	<i>Cuentas propias</i>		<i>Cuentas terceros</i>		<i>Cuentas propias</i>	<i>Cuentas terceros</i>	<i>Cuentas propias</i>	<i>Cuentas terceros</i>	<i>Cuentas propias</i>	<i>Cuentas terceros</i>
	<i>mm</i> 1=5+7+9	<i>%</i> 2	<i>mm</i> 3=6+8+10	<i>%</i> 4	<i>mm</i> 5	<i>mm</i> 6	<i>mm</i> 7	<i>mm</i> 8	<i>mm</i> 9	<i>mm</i> 10
Banco de España	1.008,4	25,3	165,8	1,4	760,4	147,2	29,0	0,3	219,0	18,3
Bancos	1.161,1	29,1	6.650,8	56,9	58,4	3.180,8	1.006,3	1.316,7	96,4	2.153,3
Cajas de ahorros	1.468,4	36,8	4.180,0	35,8	151,1	2.582,9	944,6	289,6	372,7	1.307,5
Cooperativas de crédito	45,6	1,1	45,5	0,4	7,1	37,7	34,7	0,5	3,8	7,3
SMMD	4,0	0,1	248,5	2,1	3,0	123,3	0,1	37,5	0,9	87,7
Sociedades y agencias de valores	11,6	0,3	306,0	2,6	10,4	210,6	0,2	30,9	1,0	64,5
Empresas de seguro	86,2	2,2	—	—	7,5	—	—	—	78,7	—
Inversión colectiva	54,3	1,4	—	—	33,5	—	—	—	20,8	—
Otros	153,0	3,8	83,3	0,7	48,8	19,6	—	15,5	104,2	48,2
Total anotado (a)	3.992,6	100,0	11.679,9	100,0	1.080,2	6.302,1	2.014,9	1.693,0	897,5	3.686,8

(a) No incluye saldos bloqueados.

El cuadro V.1 recoge la distribución de la deuda anotada a finales de 1990, separando los saldos mantenidos en cuentas propias y de terceros de las diferentes instituciones que entonces podían ser entidades gestoras o titulares de cuentas. De los 15.723 mm que importaba la deuda anotada a finales de 1990, el 25,4 % estaba anotado en cuentas propias y el 74,6 % en cuentas de clientes en entidades gestoras (5). De las entidades gestoras, las más importantes eran los bancos, que mantenían un 56,7 % de los saldos de clientes, seguidas de las cajas de ahorros, con un 35,6 %.

Mención especial merece el crecimiento de las cuentas directas en el Banco de España, que en el cuadro V.1 aparecen como sus cuentas de terceros. Desde su creación, en febrero de 1990, el 94 % de las suscripciones directas de deuda en el Banco de España por parte de particulares han ido a parar a estas cuentas. A finales de 1990, las 69.204 cuentas directas existentes arrojaban un saldo global de 165,5 mm, lo que supone un saldo medio de 2,4 millones, que confirma su utilización preferente por parte de los pequeños inversores.

En el cuadro V.2, la deuda anotada en cuentas de terceros aparece desagregada por titulares de los saldos, teniendo en cuenta también el régimen de tenencia. Destaca la importancia de los saldos adquiridos temporalmente (68,2 %), frente a los mantenidos a vencimiento (31,8 %), por las razones que se comentan más adelante. La excepción más significativa la constituyen los no residentes, con una clara preferencia por las adquisiciones simples, en especial de bonos y obligaciones, pese a que en marzo de 1990 se les volvieron a autorizar las adquisiciones temporales, provisionalmente prohibidas en los meses anteriores.

V.1.2. Mercado primario

El cuadro V.3 resume las características esenciales de las cuatro formas que actualmente reviste la deuda del Estado que se negocia en este mercado (6).

La única que no se emite mediante subasta son los pagarés del Tesoro (7). Para ellos, la rentabilidad de cada emisión se fija administrativa-

(5) En cuentas con saldos bloqueados estaban anotados 50,5 mm.

(6) Desde hace años, el Tesoro realiza emisiones en el exterior, denominadas en divisas, que aquí no se consideran y cuyo saldo a finales de 1990 era de 6.082 millones de dólares. También en 1990, se ha realizado la primera emisión del Tesoro denominada en ECU, cuya negociación se realiza en mercados no organizados (OTC).

(7) Además de las emisiones quincenales abiertas al público, existían otras especiales destinadas a las entidades con coeficiente. Ante la desaparición de éste a finales de 1992, ahora los pagarés se emiten con un único vencimiento: el 15 de enero de 1993.

V.2. CUENTAS DE TERCEROS: DETALLE POR TITULARES Y REGIMEN DE TENENCIA
(31.12.1990)

mm

	<i>Deuda anotada</i>			<i>Letras del Tesoro</i>			<i>Pagarés del Tesoro</i>			<i>Bonos y obligaciones</i>		
	<i>Total</i> 1=2+3= =4+7+10	<i>A vto.</i> 2=5+8+11	<i>Temporal</i> 3=6+9+12	<i>Total</i> 4=5+6	<i>A vto.</i> 5	<i>Temporal</i> 6	<i>Total</i> 7=8+9	<i>A vto.</i> 8	<i>Temporal</i> 9	<i>Total</i> 10=11+12	<i>A vto.</i> 11	<i>Temporal</i> 12
Sistema Bancario y SMMD.....	287,2	109,5	177,7	158,0	66,4	91,6	94,4	19,2	75,2	34,8	23,9	10,9
Otras instituciones financieras ..	602,1	140,2	461,9	286,1	127,9	158,2	10,2	8,1	2,1	305,7	88,4	217,3
Sector asegurador	450,0	255,2	194,8	136,2	40,5	95,7	0,3	-	0,3	313,4	214,7	98,7
Administraciones Públicas	151,2	14,3	136,9	84,9	9,5	75,4	0,3	-	0,3	66,0	4,8	61,2
Personas jurídicas residentes ..	2.646,0	553,8	2.091,2	1.415,8	299,0	1.116,8	140,9	51,1	89,8	1.089,3	203,7	885,6
Personas físicas residentes	6.922,9	1.942,8	4.980,1	4.106,5	1.293,8	2.182,7	1.448,7	305,4	1.143,3	1.367,7	343,6	1.024,1
No residentes	631,6	615,1	16,5	118,0	108,7	9,3	0,4	0,3	0,1	513,1	506,1	7,0
Ajustes	-11,1	-3,6	-7,5	-4,0	-1,3	-2,7	-3,1	-0,8	-2,3	-4,0	-1,5	-2,5
Total	11.679,9	3.712,6	7.967,3	6.302,1	1.944,9	4.357,2	1.693,0	383,7	1.309,3	3.686,8	1.384,0	2.302,8
PRO MEMORIA:												
Porcentajes	100,0	31,8	68,2	100,0	30,9	69,1	100,0	22,7	77,3	100,0	37,5	62,5

V.3. CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA DEL ESTADO

<i>Características</i>	<i>Letras del Tesoro</i>	<i>Pagarés del Tesoro</i>	<i>Bonos del Estado</i>	<i>Obligaciones del Estado</i>
Nominal unitario (pesetas)	1.000.000	500.000	10.000	
Plazo de amortización	3 y 12 meses	18 meses	3 y 5 años	10 años
Forma de rentabilidad	A descuento		Cupones	
Forma de emisión	A 3 meses: subasta con peticiones competitivas A 12 meses: subasta con peticiones competitivas y no competitivas	Tipo fijado administrativamente	Subasta, con peticiones competitivas y no competitivas, y período de suscripción posterior (a)	
Petición mínima	A 3 meses: 100.000.000 A 12 meses: 1.000.000	500.000	Competitivas: 500.000 PTA (b) No competitivas: 10.000 PTA (c) Período posterior: 10.000 PTA.	
Petición máxima	25 millones en no competitiva	No	25 millones en no competitiva (c) 1 millón en período posterior (d)	
Técnica de subasta	Primera vuelta: convencional corregida Segunda vuelta: convencional	–	Primera vuelta: convencional corregida Segunda vuelta: convencional	
Frecuencia de las emisiones	A 3 meses: sin periodicidad A 12 meses: quincenal	Quincenal	Mensual	Mensual
Sometimiento a coeficiente	No	Sí	No	No
Retención fiscal sobre rendimientos	No, salvo cuentas financieras	No	Sí	Sí
Opacidad fiscal	No	Sí	No	No
Pro memoria: saldo en circulación (mm a 31.12.90)	7.382,3	3.707,8	4.158,7	649,5

- (a) A decisión del Director General del Tesoro y Política Financiera.
- (b) Si no existe período posterior de suscripción, 100.000 PTA.
- (c) Aunque legalmente sean posibles, hasta ahora no ha habido ninguna subasta con peticiones no competitivas.
- (d) Este importe se ha reducido en poco tiempo de 25 millones a tres y, finalmente, a un millón.

mente muy por debajo de las condiciones de mercado, dado que su demanda está garantizada por el coeficiente de inversiones obligatorias, en el caso del sistema bancario, y por su opacidad fiscal, para los particulares (8).

En los demás casos, la técnica de subasta es la denominada *convencional corregida*, en la que las peticiones aceptadas se adjudican al tipo de interés que resulte más favorable para el demandante, entre el solicitado y el medio ponderado de las peticiones aceptadas.

Para las letras del Tesoro a 12 meses y, teóricamente, para los bonos y obligaciones está prevista la posibilidad de presentar *peticiones no competitivas* hasta un importe máximo de 25 millones de pesetas por solicitante; se adjudican al precio medio ponderado que se forme en la subasta. En ambos casos, tras cada subasta, puede existir un *período posterior* de suscripción al precio medio resultante, en el que cada demandante puede adquirir hasta un millón de pesetas. Por su parte, la emisión de los bonos y obligaciones del Estado presenta como rasgo específico la *asimilación* de varias subastas en una sola emisión, que tiene por objeto evitar la excesiva proliferación de emisiones poco líquidas en el mercado secundario, dado que se trata de valores a medio y largo plazo. Para realizar esta asimilación, se fija a priori para cada emisión, normalmente integrada por tres subastas, el tipo de interés que determinará el importe común de los sucesivos cupones; luego, para ajustar esta rentabilidad a la resultante de cada subasta, se varía el importe efectivo que cada suscriptor debe abonar al recibir sus valores.

En julio de 1991, al actualizar la regulación del acceso a la condición de creador de mercado, que luego se comenta, se introdujeron algunas modificaciones significativas en el procedimiento de colocación de letras, bonos y obligaciones (9). Junto a las obligaciones de los creadores de mercado, entre otras la de concurrir regularmente a las subastas abiertas al público, se han establecido sus derechos, entre los que está la posibilidad de acordar con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, previamente a las subastas públicas, un objetivo de colocación de deuda. Si, como primera alternativa, en la resolución de la subasta se adjudica más del 70 % de dicho objetivo pero sin llegar a alcanzarlo, existe una segunda vuelta, sólo para creadores, en la que éstos están obligados a

(8) Ante su inminente desaparición, en junio de 1991, y por tiempo limitado, se ha concedido a los poseedores, no sometidos a coeficiente, de pagarés del Tesoro y de valores análogos emitidos por las comunidades autónomas, la posibilidad de canjearlos por una deuda especial del Estado, con el fin de regularizar su situación fiscal. Esta deuda especial, representada mediante anotaciones en cuenta, no es transmisible, su plazo es de seis años y se emite a descuento con un rendimiento efectivo del 2 %. No obstante, continuarán emitiéndose los pagarés demandados para el cumplimiento de su coeficiente.

(9) Estas modificaciones han comenzado a aplicarse en las primeras emisiones de letras del Tesoro a tres meses, que se han producido en diciembre de 1991.

V.4. DEUDA DEL ESTADO: MERCADO PRIMARIO

mm

	Total emisiones netas	Letras del Tesoro			Pagaré del Tesoro			Bonos y obligaciones (a)		
		Emisiones netas	Emisiones brutas	Amortiza- ciones	Emisiones netas	Emisiones brutas	Amortiza- ciones	Emisiones netas	Emisiones brutas	Amortiza- ciones
		1=2+5+8	2=3-4	3	4	5=6-7	6	7	8=9-10	9	10
1977	13,7	—	—	—	—	—	—	13,7	20,0	6,3
1978	33,0	—	—	—	—	—	—	33,0	40,0	7,0
1979	87,8	—	—	—	—	—	—	87,8	94,8	7,0
1980	63,4	—	—	—	—	—	—	63,4	79,8	16,4
1981	113,9	—	—	—	30,0	30,0	—	83,9	100,0	16,1
1982	195,5	—	—	—	85,0	131,4	46,4	110,5	151,8	41,3
1983	1.255,9	—	—	—	1.195,0	1.391,2	196,2	60,9	154,3	93,4
1984	2.472,4	—	—	—	2.365,4	3.684,8	1.319,5	107,0	296,5	189,5
1985	1.695,7	—	—	—	1.424,9	4.708,0	3.283,1	270,8	387,0	116,2
1986	2.659,5	—	—	—	862,5	4.962,8	4.100,3	1.797,0	1.933,1	136,2
1987	2.252,7	2.538,0	2.738,4	200,4	-630,8	3.315,5	3.944,3	345,5	1.038,2	692,7
1988	1.796,5	1.119,9	3.657,9	2.538,0	-280,6	2.965,3	3.245,9	957,2	1.163,5	206,3
1989	1.486,0	1.745,8	5.403,7	3.657,9	-480,5	3.286,3	3.766,8	220,7	1.674,8	1.454,1
1990	1.712,8	1.978,6	7.382,3	5.403,7	-863,1	2.330,7	3.193,8	597,3	1.478,5	881,2

(a) Incluye deuda desgravable.

solicitar, al tipo de interés que deseen, una o más peticiones cuyo importe global no sea inferior al resultado de dividir, entre el número de creadores, la parte del objetivo no adjudicada. El resultado de esta segunda vuelta lo decide libremente la mencionada Dirección General.

Como segunda alternativa, si no se ha fijado ningún objetivo, o si éste se ha alcanzado, cada creador puede presentar en la segunda vuelta hasta tres peticiones, en las que el tipo de interés solicitado no puede ser superior al medio ponderado formado en la subasta. En este caso, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera queda obligada a adjudicar al conjunto de creadores al menos el 10 % de lo colocado en la subasta, si en ella se ha aceptado más de la mitad de lo solicitado, o más del 20 %, si lo adjudicado en la subasta no alcanza la mitad de lo solicitado.

A diferencia de las restantes subastas, en las que corresponden a estas segundas vueltas se utiliza la *técnica convencional*, es decir, la rentabilidad de las peticiones aceptadas es la solicitada.

Además, se ha regulado la posibilidad de realizar emisiones mediante procedimientos de acceso exclusivo a los creadores de mercado. Junto al principio de poder utilizar cualquier sistema que garantice la igualdad de oportunidades entre ellos, se mencionan explícitamente dos opciones: a) subastas competitivas de funcionamiento análogo a las abiertas al público, pero sólo para creadores de mercado; y b) subastas en las que toda la deuda que se emita se adjudique a un sólo creador, el que haya solicitado mejor precio en la única petición que puedan presentar.

El cuadro V.4 recoge la evolución en los últimos años de las emisiones brutas y netas de deuda del Estado. En él se aprecia la importancia, a partir de 1983, de los pagarés del Tesoro emitidos a tipo de mercado. Al cambiar su fiscalidad y rentabilidad, se produce en 1986 su momentáneo relevo por la deuda desgravable, antes de dar paso, en los años siguientes, al auge de las letras del Tesoro.

V.1.3. Miembros del mercado

Como ya se ha dicho, la condición de miembro de este mercado, cuyo órgano rector es el Banco de España, está reservada a éste, a los titulares de cuentas y a las entidades gestoras. Pueden ser titulares de cuentas la práctica totalidad de intermediarios financieros inscritos en registros oficiales, además de los organismos financieros internacionales a los que España pertenezca y de los bancos centrales de países pertenecientes al Fondo Monetario Internacional. Por el contrario, para acceder a la condición de entidad gestora se exige ser banco, caja de ahorros,

cooperativa de crédito, entidad oficial de crédito, sociedad mediadora en el mercado de dinero, sociedad de valores o agencia de valores.

Las características básicas de estos miembros, que han sido redefinidas a finales de 1991, aparecen resumidas en el cuadro V.5. En él se aprecia que existen tres clases de *entidades gestoras*: a) las de plena capacidad, que son también titulares de cuenta propia y no tienen ninguna restricción operativa; b) las de capacidad restringida, que se diferencian de las anteriores en que únicamente pueden ofrecer contrapartida por cuenta propia a sus clientes en operaciones de compraventa simple al contado; y c) las simples, que, pese a tener cuentas de clientes, carecen de cuenta propia en la Central de Anotaciones, por lo que deben mantener sus saldos propios de deuda anotados en las cuentas de clientes de otra entidad gestora (10).

V.5. MIEMBROS DEL MERCADO DE DEUDA PUBLICA ANOTADA

Características	Entidades gestoras			Titulares de cuenta
	Capacidad plena	Capacidad restringida	Simple	
Titulares de cuenta propia	Sí	Sí	No	Sí
Capital social mínimo (millones de pesetas)	750	750	150	200
Saldo mínimo de clientes (millones de pesetas)	20.000	1.000	1.000	Sin cuentas de clientes
Operaciones por cuenta propia	Sí	Con sus clientes, sólo compraventas simples al contado	No	Sí
Operaciones por cuenta ajena	Sí	Sí	Sí	No
Operaciones de toma de razón	Sí	Sí	Sí	No

Las entidades gestoras con plena capacidad, es decir, los miembros del mercado con posibilidad de actuar sin restricciones por cuenta propia y ajena, constituyen la pieza clave del mercado de deuda anotada como *mercado de especialistas*, ya que su actuación ofreciendo contrapartida por cuenta propia a sus clientes constituye la principal fuente de liquidez

(10) A esta tercera clase de entidades gestoras, es a la única que pueden pertenecer las agencias de valores.

para éstos. En este tipo de actuación, las entidades deben cotizar públicamente, en firme para un importe máximo de cinco millones de pesetas, precios comprador y vendedor para aquellas emisiones en las que operen. Lógicamente, si el cliente no acepta estas cotizaciones, puede ordenar a cualquier entidad gestora que le busque contrapartida en el mercado o buscársela por sí mismo, siempre que en la compraventa intervenga un miembro del mercado, al menos tomando razón, es decir, registrando la operación (11).

Dentro de las entidades gestoras con capacidad plena, existe un grupo especial de entidades reconocidas como «*creadores de mercado*», cuya función básica es aportar liquidez al segmento mayorista del mercado. Para ello, deben cumplir los requisitos de cotización a otros miembros y de actividad en el mercado que establezca el Banco de España, y colaborar con éste en el desenvolvimiento ordenado del mercado. Además, ante el Tesoro, tienen el compromiso de acudir regularmente a las subastas y de cooperar en la difusión interior y exterior de la deuda del Estado anotada. A cambio, pueden participar en las subastas —en la forma mencionada en el apartado V.1.2—, reciben información periódica sobre la financiación del Estado y su política de deuda, canalizan las recompras de deuda por el Tesoro, pueden participar en la colocación de deuda denominada en moneda extranjera y cuentan con el apoyo del Tesoro en sus actividades de promoción de la deuda dentro y fuera de España (12).

Finalmente, el carácter de miembro del mercado que se reconoce a los *titulares de cuenta* que no son entidades gestoras se justifica por la conveniencia de permitirles operar directamente con sus propias carteras, cuyos saldos alcanzan importes considerables.

El cuadro V.6 muestra la distribución, por tipos de entidades, de los miembros del mercado a finales de 1990, fecha en la que todavía no estaba vigente la clasificación comentada de las entidades gestoras.

V.1.4. Ambitos de negociación

Lógicamente, el mercado secundario de deuda anotada es único, incluyendo todas las transacciones en las que cambia el titular de la deuda

(11) Conviene distinguir claramente la actuación de las entidades gestoras como registradoras de deuda anotada y como miembros de un mercado cerrado, con capacidad para actuar por cuenta ajena. Tener la deuda anotada en las cuentas de una entidad gestora no implica que se tenga que actuar en el mercado a través de ella. Es más, operar a través de una entidad gestora diferente de la que actúa como registradora constituye un mecanismo eficaz, aunque no el único, de prevención del denominado riesgo de custodia.

(12) Los creadores de mercado y las entidades gestoras que aspiran a serlo, cumpliendo requisitos menos rigurosos, integran otro colectivo, denominado «negociantes de deuda», dentro del cual se desarrolla la negociación ciega que luego se comenta.

**V.6. MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA ANOTADA:
MIEMBROS DEL MERCADO A 31.12.1990**

	<i>Entidades gestoras con capacidad plena</i>					<i>Titulares de cuenta</i>
	<i>Total de miembros</i>	<i>De ellas: negociantes de deuda</i>				
		<i>Total</i>	<i>Aspirantes a creadores de mercado</i>		<i>Creadores de mercado</i>	
			<i>Total</i>	<i>Aspirantes a creadores</i>			Creadores de mercado
1=2+6	2	3=4+5	4	5	6	
Bancos privados.....	132	52	23	13	10	80
Bancos oficiales.....	3	2	-	-	-	1
Cajas de ahorros.....	67	25	5	1	4	42
Cooperativas de crédito.....	30	1	-	-	-	29
SMMD.....	5	4	2	2	-	1
Inversión colectiva.....	10	-	-	-	-	10
Sociedades cto. hipotecario....	1	-	-	-	-	1
Entidades de financiación.....	1	-	-	-	-	1
Fondo garantía cajas ahorros .	1	-	-	-	-	1
Ent. seguros y prev. social.....	7	-	-	-	-	7
Sociedades de valores.....	17	7	3	2	1	10
Total.....	274	91	33	18	15	183

previamente emitida. En consecuencia, los precios resultantes de la negociación global de cada instrumento pueden expresarse con un precio único, calculado, como en otros mercados, mediante la media ponderada de los formados en las distintas operaciones. Sin embargo, habitualmente, en las estadísticas de negociación, los datos relativos a este mercado se ofrecen separando, por un lado, las operaciones con clientes y, por otro, el resto de operaciones (13). Esta separación, que tiene su origen en los ámbitos de negociación que se comentan a continuación y en el procedimiento por el que se obtiene la información de las operaciones negociadas en ellos, presenta el inconveniente de dar cierta imagen de segmentación del mercado y la ventaja de poder conocer mejor el comportamiento de los diversos agentes que operan en él.

Comenzando por las operaciones entre *miembros del mercado* actuando por cuenta propia, la cotización se realiza telefónicamente o a través de las pantallas de los mediadores en los mercados monetarios (brokers) (14). Las operaciones se negocian telefónicamente, ya sea

(13) También suelen presentarse de forma separada las intervenciones del Banco de España en este mercado.

(14) A diferencia de los que operan exclusivamente en el mercado interbancario de depósitos, únicamente tres, estos mediadores deben tener la consideración legal de agencia de valores.

directamente o con participación de mediadores. La ejecución, compensación y liquidación de este submercado se realiza movilizándolo los correspondientes saldos de valores y de efectivo a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, de donde se obtienen *diariamente* las estadísticas de precios y cantidades.

Dentro de las entidades gestoras con capacidad plena, se selecciona, con criterios objetivos de presencia en los mercados, un grupo de entidades, denominadas *negociantes de deuda*, que tienen acceso a la red anónima de cotización y negociación servida por los mediadores entre negociantes de deuda anotada (brokers ciegos). Este es el segmento mayorista del mercado, diseñado para aportar liquidez a los grandes operadores. La contratación, únicamente compraventas simples al contado y a plazo, se realiza sin conocer la entidad que ofrece contrapartida, por lo que las comunicaciones al Servicio Telefónico del Mercado de Dinero para la ejecución, compensación y liquidación de las operaciones deben ser triples: de las dos entidades operantes, que no se conocen entre sí, y del broker ciego, que identifica a ambas. La información de este submercado se obtiene *diariamente*.

Pasando a las operaciones de los *particulares*, al ser un mercado cerrado como todos los oficiales, deben operar en el mismo a través de la entidad gestora que hayan elegido. Esta puede actuar ofreciendo contrapartida a su cliente, si tiene doble capacidad, buscándosela en el mercado, o limitándose a tomar razón, es decir, transferir o anotar los valores que su cliente ha negociado sin su participación. En este ámbito, la cotización, con las peculiaridades ya citadas, y la negociación son plenamente descentralizadas. Por su parte, la compensación y liquidación se realizan a nivel de las entidades gestoras, según la clase de operación realizada. Los saldos globales de las cuentas de clientes de cada entidad gestora, resultantes de esta operativa, son recibidos diariamente por el Banco de España. Sin embargo, la información completa e individualizada de las operaciones de este submercado la recibe el Banco de España *semanalmente*, mediante cintas magnéticas que le remite cada entidad gestora.

El cuadro V.7 muestra la importancia absoluta y relativa de cada uno de estos ámbitos de negociación, destacando, lógicamente, las operaciones con clientes, que representan más del 75 % de la negociación total.

Finalmente, hay que mencionar dos posibilidades de contratación bursátil de deuda del Estado. En la primera, con carácter residual y niveles muy bajos de actividad, se negocian los escasos títulos que quedan en circulación. Durante 1990, este segmento registró una negociación efectiva de 43 mm. La segunda, relativa a anotaciones en cuenta, se ha

V.7. MERCADO DE DEUDA PUBLICA ANOTADA: NEGOCIACION EN 1990 (a)

m.m.

	<i>Conjunto del mercado</i>			<i>Con clientes</i>		<i>Entre miembros</i>				<i>Negociantes de deuda</i>	
	<i>Total</i>	<i>Simple</i>	<i>Dobles</i>	<i>Contado</i>	<i>Cesiones tempor.</i>	<i>Contado</i>	<i>Plazo</i>	<i>Cesiones tempor.</i>	<i>Simultáneas</i>	<i>Contado</i>	<i>Plazo</i>
	1=2+3	2=4+6+7+10+11	3=5+8+9	4	5	6	7	8	9	10	11
Letras del Tesoro.	209.840,5	7.171,3	202.669,2	4.478,0	161.233,0	2.324,9	95,4	41.436,2	—	273,0	—
Pagarés del Tesoro.....	33.383,4	1.074,6	32.308,8	751,0	15.823,0	323,1	0,5	16.485,8	—	—	—
Bonos y obligaciones	93.613,8	13.636,0	79.977,8	6.020,9	68.401,0	1.890,6	3.630,4	8.319,4	3.257,4	320,0	1.775,0
Total	336.837,7	21.881,9	314.955,8	11.249,0	245.457,0	4.538,6	3.726,3	66.241,4	3.257,4	593,0	1.775,0

(a) Nominal en operaciones simples y efectiva en operaciones dobles.

iniciado recientemente con la contratación de compraventas simples al contado de bonos y obligaciones, para ampliarse posteriormente a las letras del Tesoro. Al ser un submercado bursátil, sólo los miembros de dicho mercado (sociedades y agencias de valores y bolsa) que sean a la vez entidades gestoras, podrán negociar deuda en este sistema. Los restantes titulares de cuenta y entidades gestoras, así como los clientes de éstas, sólo podrán negociar a través de los citados miembros. Aunque la contratación, desarrollada por procedimientos electrónicos, se desenvuelve en el ámbito bursátil, el sistema está, de hecho, incorporado a la Central de Anotaciones, que recibe diariamente, a través de la correspondiente sociedad rectora, toda la información relativa a la negociación registrada en este ámbito, así como los saldos, desglosados por emisiones, de las cuentas de clientes de las entidades miembros de este sistema.

V.1.5. Operativa

Al igual que en el mercado interbancario de depósitos, se tratará separadamente las operaciones del Banco de España y las que realizan los restantes miembros sin su participación.

Todas las operaciones autorizadas en este mercado, ya sean realizadas por los miembros del mercado por cuenta propia o ajena, son con contraprestación, es decir, compraventas en las que, al regir el principio de entrega contra pago, no existe riesgo de principal, ya que si, a la hora de liquidar una operación, falla una de las partes, la liquidación de la otra tampoco se produce. Con ello, la pérdida máxima que puede ocasionar el riesgo de liquidación es igual a la diferencia entre el precio pactado y el vigente en el mercado en ese momento. Por tanto, salvo para anular descubiertos excepcionales surgidos en el proceso de liquidación, no está autorizado el denominado *préstamo personal de deuda*, también conocido como *alquiler de deuda*, operación en la que los valores se ceden sin contraprestación de efectivo y se recuperan luego percibiendo la remuneración pactada.

a) De los miembros

Las operaciones genéricamente autorizadas son las ya mencionadas compraventas simples, a la vista o a plazo, y dobles, ya sean cesiones temporales o simultáneas. Sin embargo, como ya se ha dicho, en la contratación ciega entre negociantes de deuda sólo se realizan operaciones de compraventa simple al contado y a plazo. Por otra parte, al regularse

en 1991 las operaciones con clientes a plazo, y por tanto, las operaciones simultáneas, ambas han quedado sometidas a una triple restricción: a) que la contrapartida sea una entidad gestora con plena capacidad; b) que el importe de cada operación no sea inferior a cien millones de pesetas; y c) que los modelos de contratos utilizados hayan sido autorizados por el Banco de España (15).

Como muestra el cuadro V.7, las operaciones dobles, en particular las cesiones temporales, son con mucho las más importantes, con una negociación de 314.955,8 mm, equivalente al 93,5 % del total. Dentro de las operaciones simples destaca el crecimiento de las a plazo, cuya negociación en el submercado entre titulares, incluido el segmento ciego (5.501,3 mm), ha superado en 1990 la negociación al contado (5.131,6 mm) (16).

La extraordinaria importancia que en la negociación alcanzan las operaciones dobles justifica un breve comentario de alguna de las ventajas que explican su gran desarrollo entre nosotros.

Desde el punto de vista de los *clientes*, las cesiones temporales constituyen un instrumento idóneo para las inversiones a corto plazo, por su comercialización descentralizada a través de las redes de oficinas del sistema bancario, mediante procedimientos muy cercanos a las cuentas bancarias tradicionales; por su carácter a medida en cantidades y plazo; por su escaso riesgo; y por su rentabilidad, que, gracias a que no les afectan coeficientes, se acerca a la de los mercados monetarios a los que no tienen acceso (17).

Para las *entidades*, las operaciones dobles permiten la financiación de sus carteras de deuda pública sin incurrir en coeficientes. Además, favorecen el denominado «efecto escaparate», dado que, a diferencia de las operaciones simples, la deuda cedida temporalmente y los fondos captados siguen figurando en balance. Finalmente, son operaciones conceptualmente muy cercanas a su labor tradicional de intermediación, que les permiten mantener con su clientela un contacto muy estrecho, duradero y personalizado (18).

(15) Tampoco están autorizadas las cesiones temporales de bonos y obligaciones adquiridos temporalmente, por motivos informáticos que dificultan su control.

(16) Como magnitud de referencia, la negociación efectiva en los mercados bursátiles durante 1990 fue de 4.643,3 mm.

(17) Frecuentemente, las denominadas «cuentas financieras» se instrumentan mediante operaciones dobles.

(18) Además, con expectativas bajistas sobre los tipos de interés, son un procedimiento adecuado para ir financiando posiciones largas especulativas.

Igualmente, para el *emisor*, es decir, el Tesoro, la existencia de las operaciones dobles ha facilitado extraordinariamente la colocación de sus pasivos, por un lado, difundíendolos entre una clientela poco habituada a operar en los mercados de valores, y, por otro, adaptando los plazos a las necesidades de las empresas que desean rentabilizar sus picos de tesorería (19). Teóricamente, para el Tesoro sería más barata la colocación directa entre el público, ya que, con todo lo demás constante, sólo debería pagar la rentabilidad que éste percibe actualmente por sus adquisiciones temporales. En la práctica, esto no es fácil, aunque el Tesoro lo intente potenciando la inversión institucional a través de sociedades y fondos de inversión y de fondos de pensiones. No obstante, estas modalidades de inversión no están exentas de gastos conexos para el inversor final (20).

En el cuadro V.8, se ha calculado la rotación, durante 1990, de la deuda del Estado anotada, relacionando los importes negociados en las diferentes clases de operaciones con los saldos medios en circulación. Lógicamente, la rotación más alta se ha registrado gracias a las operaciones dobles, en especial con letras del Tesoro. Por el contrario, la rotación más alta derivada de las operaciones simples la presenta la deuda emitida a medio y largo plazo. Finalmente, las cifras relativas a los pagarés del Tesoro acusan la inmovilización que genera el coeficiente que parcialmente les afecta.

V.8. ROTACION DE LA DEUDA DEL ESTADO ANOTADA EN 1990

	Negociación (mm)		Saldo medio anotado (mm)	Rotación		
	Operaciones simples	Operaciones dobles		Operaciones simples	Operaciones dobles	Total
	1	2					4=1/3	5=2/3	6=4+5
Letras del Tesoro..	7.171,3	202.669,2	6.257,0	1,15	32,39	33,54
Pagarés del Tesoro	1.074,6	32.308,8	4.152,2	0,26	7,78	8,04
Bonos y obliga- ciones.....	13.636,0	79.977,8	4.407,0	3,09	18,15	21,24
Total	21.881,9	314.955,8	14.815,2	1,48	21,26	22,74

(19) Recuérdese, a este respecto, que las periódicas cesiones temporales de letras del Tesoro a tres meses que realizaba el Banco de España tenían como función básica la de suplir la inexistencia de deuda del Estado a muy corto plazo, hoy cubierta con la emisión de letras a tres meses directamente por el Tesoro.

(20) En esta línea se sitúa la creación de los «fondtesoros», fondos de inversión que, a cambio de determinadas ventajas pactadas con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, invierten exclusivamente en deuda pública.

b) *Participación del Banco de España*

La participación del Banco de España en este mercado obedece a dos motivaciones diferentes, aunque fuertemente interrelacionadas: por razones de política monetaria y para ordenar el mercado.

Comenzando por la *política monetaria*, como ya se ha dicho, hasta las modificaciones en su instrumentación introducidas en 1990, el mecanismo básico era el siguiente. Habitualmente, al comienzo de cada decena de cómputo del coeficiente de caja, el Banco de España realizaba subastas de cesiones temporales a tres meses de letras del Tesoro, abiertas a bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito y sociedades mediadoras en el mercado de dinero. Con estas cesiones —que cumplían un importante papel sustitutorio de emisiones del Tesoro a igual plazo que demandaba el sistema— se buscaba regular la liquidez, dejándola ligeramente por debajo de los objetivos previstos.

Cuando era necesario, este déficit de liquidez se colmaba con préstamos de regulación monetaria, normalmente con vencimiento al siguiente día hábil. Finalmente, cuando a lo largo del día los tipos de interés se apartaban de la senda prevista, el Banco de España realizaba cesiones o adquisiciones temporales a un día, utilizando las diversas formas de deuda anotada.

La reforma ha llevado, en primer lugar, al fortísimo descenso de las cesiones temporales de letras del Tesoro a tres meses que registra la columna 5 del cuadro IV.4 (21). En segundo lugar, a que tanto el principal procedimiento actual de intervención —las subastas decenales de adquisiciones temporales— como las operaciones temporales a un día se realicen, como se ha dicho, con certificados del Banco de España (cuadro IV.7). Todo ello ha motivado un sensible descenso cuantitativo de esta forma de participación del Banco de España en el mercado de deuda.

En las actuaciones para *ordenar el mercado*, normalmente mediante compraventas simples al contado, se busca potenciar su liquidez en momentos de tensión, procurando siempre que la incidencia sobre los precios sea la menor posible. Como ejemplo, el cuadro V.9 recoge, en media de cifras diarias, la evolución mensual de estas operaciones, que han experimentado un importante crecimiento durante 1990. Se perciben las fuertes ventas que el Banco de España hubo de realizar de julio a octubre, especialmente de letras del Tesoro, en respuesta a la fuerte demanda de no residentes, como consecuencia de las presiones cambiarias a

(21) Recuérdese que las emisiones de letras del Tesoro a tres meses han comenzado en diciembre de 1991.

V.9. MERCADO DE DEUDA ANOTADA:
 COMPRAVENTAS SIMPLES DEL BANCO DE ESPAÑA EN 1990

Media de cifras diarias y millones de pesetas

	<i>Compras</i>				<i>Ventas</i>			
	<i>Total</i>	<i>Bonos y obligaciones</i>	<i>Letras Tesoro</i>	<i>Pagarés Tesoro</i>	<i>Total</i>	<i>Bonos y obligaciones</i>	<i>Letras Tesoro</i>	<i>Pagarés Tesoro</i>
	1=2+3+4	2	3	4	5=6+7+8	6	7	8
ENE	—	—	—	—	570	—	3	567
FEB	—	—	—	—	202	—	—	202
MAR	—	—	—	—	141	54	9	77
ABR	10	10	—	—	89	31	57	—
MAY	—	—	—	—	12	—	12	—
JUN	19	19	—	—	486	247	60	178
JUL	404	404	—	—	7.416	113	7.291	11
AGO	4.104	4.104	—	—	6.933	—	6.640	293
SEP	50	50	—	—	10.362	—	8.971	1.391
OCT	1.818	—	1.818	—	15.589	2.481	13.105	2
NOV	—	—	—	—	2.108	675	—	1.433
DIC	—	—	—	—	278	210	—	68

favor de la peseta (22). Con esta actuación interfirieron, durante el mes de agosto, las consecuencias de la Guerra del Golfo, en particular un fuerte incremento de las ventas de bonos y obligaciones por parte de no residentes, que obligó al Banco de España a intervenir, mediante compras, en apoyo de la liquidez del mercado. Finalmente, las compraventas de pagarés del Tesoro obedecieron a tensiones ocasionales en el mercado, originadas por el cumplimiento de su coeficiente.

V.1.6. Tipos de interés

En el cuadro V.10, con datos de 1990, se han recogido, junto con los tipos del mercado primario, los de las operaciones del mercado secundario con clientes y entre miembros, en sus plazos más activos: coincidente con el plazo de emisión en las operaciones al contado, y a un día en las dobles (23).

En los *mercados primarios* se observa la elevación producida en el primer trimestre, más fuerte en la deuda a corto que en la a medio y largo plazo, que abre paso a la gran estabilidad registrada el resto del año.

En las *operaciones al contado*, destaca, en el caso de las operaciones de clientes con letras del Tesoro, el diferencial con los tipos de interés del mercado primario (0,79 puntos), relativamente alto, dada la igualdad de plazos, e imputable al muy diferente tamaño de las operaciones. Por el contrario, en los bonos y obligaciones del Estado los tipos de interés son más altos en el mercado secundario, fenómeno achacable, básicamente, a la menor coincidencia en los plazos.

Respecto a las *operaciones dobles*, destaca el alto nivel de los tipos de interés conseguido por los clientes (13,41 % para las letras y 13,67 % para los bonos), que coloca las remuneraciones muy cerca de las obtenidas en los mercados monetarios.

Finalmente, como indicador del grado de integración que presenta el mercado, hay que comentar los diferenciales entre los tipos de interés formados en el submercado entre miembros y los formados en operaciones con clientes. El nivel medio se sitúa en 0,40 puntos porcentuales, para las operaciones al contado, y en 0,61 %, para las operaciones dobles, niveles que no pueden juzgarse excesivos teniendo en cuenta el carácter

(22) Esto pone de manifiesto la profunda interrelación entre los dos motivos de actuación del Banco de España citados.

(23) No se comentan los tipos de interés de los pagarés del Tesoro por estar fijados administrativamente en el mercado primario, y por las fuertes perturbaciones que, en el mercado secundario, introduce la existencia de un calendario descendente, que conducirá a la extinción de su coeficiente a finales de 1992.

V.10. MERCADO DE DEUDA ANOTADA: TIPOS DE INTERES EN 1990

%

	<i>Letras del Tesoro</i>					<i>Bonos del Estado</i>					
	<i>Mercado secundario</i>					<i>Mercado primario</i>		<i>Mercado secundario</i>			
	<i>Contado a 12 meses</i>		<i>Dobles a un día</i>			<i>Bonos</i>	<i>Obligaciones</i>	<i>Contado 2-3 años</i>		<i>Dobles a un día</i>	
	<i>Tipo con clientes</i>	<i>Tipo entre miembros</i>	<i>Tipo con clientes</i>	<i>Tipo entre miembros</i>	<i>Tipo con clientes</i>			<i>Tipo entre miembros</i>	<i>Tipo con clientes</i>	<i>Tipo entre miembros</i>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
ENE	13,10	12,14	12,88	11,57	13,01	13,52	12,57	14,48	14,55	13,12	14,51
FEB	13,41	12,48	13,58	12,10	13,64	13,64	—	14,56	14,71	13,19	14,50
MAR	14,04	12,96	13,80	13,20	13,61	14,49	—	14,77	14,91	13,33	14,29
ABR	14,36	13,43	14,21	13,39	13,60	14,55	—	14,84	14,85	13,55	14,27
MAY	14,52	13,74	14,48	13,68	13,89	14,54	—	14,53	14,66	13,74	14,38
JUN	14,51	13,99	14,46	13,91	14,15	14,50	—	14,50	14,49	13,91	14,47
JUL	14,51	13,80	14,44	13,92	14,15	14,48	13,51	14,48	14,47	13,97	14,50
AGO	14,51	13,75	14,50	13,83	14,04	14,50	—	14,61	14,73	13,81	14,41
SEP	14,51	13,52	14,49	13,78	13,96	14,44	13,50	15,10	15,17	13,78	14,44
OCT	14,49	13,64	14,35	13,78	13,92	14,46	—	15,19	15,87	13,87	14,43
NOV	14,50	14,11	14,42	13,82	13,99	14,47	—	14,87	14,64	13,86	14,50
DIC	14,52	14,09	14,49	14,03	14,24	14,35	—	14,72	14,59	14,04	14,68
1990	14,25	13,46	14,17	13,41	13,85	14,42	13,20	14,72	14,72	13,67	14,45

mayorista del mercado entre miembros. En cualquier caso, hay que mencionar que la rentabilidad efectiva obtenida por la suscripción y tenencia de deuda anotada por los particulares, puede verse significativamente afectada por las comisiones que de ellos perciben las entidades gestoras, por el registro, mantenimiento y negociación de sus valores.

V.2. Mercados bursátiles

Hasta muy recientemente, el bursátil era el único mercado secundario organizado de valores que funcionaba en nuestro país. Esta situación comienza a quebrarse con la aparición, en 1987, del mercado de anotaciones en cuenta de deuda pública y desaparece definitivamente con la Ley del Mercado de Valores del año siguiente.

Esta Ley establece que las bolsas de valores, cuya creación corresponde al Gobierno, salvo en el caso de las comunidades autónomas con competencias al efecto, tienen como único objeto la negociación de los valores que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores, teniendo la exclusiva de:

- a) Acciones y valores convertibles en ellas o que otorguen derecho de adquisición o suscripción.
- b) Valores representados por medio de títulos.
- c) Otros valores que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Además, pueden admitir a negociación, en los términos que se fijen reglamentariamente, valores negociados en otros mercado secundarios oficiales (24).

V.2.1. Mercado primario

Teniendo en cuenta la exclusividad mencionada, y considerando que la regulación general de las anotaciones en cuenta está pendiente en estos momentos, podría considerarse que el *mercado primario* de los valores susceptibles de ser negociados en bolsa está constituido por el total de emisiones de valores. Los saldos vivos resultantes de estas emisiones están recogidos en el cuadro V.11, valorados y sectorizados con criterios de Contabilidad Nacional. En él se muestran las cifras totales y el

(24) Es el caso del segmento bursátil del mercado secundario de deuda del Estado anotada.

V.11. VALORES EN CIRCULACION: DETALLE POR EMISORES Y TENEDORES

mm

	<i>Valores renta fija: emisores</i>					<i>Valores renta variable (acciones)</i>						
	<i>Letras y pagarés</i>		<i>Bonos y obligaciones</i>			<i>Emisores</i>			<i>Principales tenedores</i>			
	<i>Del cual</i>		<i>Del cual</i>			<i>Del cual</i>			<i>Instituciones de crédito</i>	<i>Empresas no financieras</i>	<i>Familias</i>	<i>Resto del mundo</i>
	<i>Total</i>	<i>Empresas no financieras</i>	<i>Total</i>	<i>Instituciones de crédito</i>	<i>Empresas no financieras</i>	<i>Total</i>	<i>Instituciones de crédito</i>	<i>Empresas no financieras</i>				
1981	709,5	113,2	2.371,3	479,9	1.380,2	5.252,5	907,6	4.172,9	498,3	4.048,1	511,7	
1982	1.379,3	285,8	2.965,4	683,6	1.449,5	5.608,2	994,3	4.331,0	595,5	1.104,9	3.080,5	619,3
1983	3.415,9	251,5	3.414,0	936,0	1.514,0	6.146,9	1.034,4	4.721,1	810,1	1.282,7	3.066,1	743,0
1984	4.179,7	504,3	4.296,6	1.328,9	1.817,1	6.830,9	1.195,4	5.153,9	832,2	1.418,3	3.343,9	920,9
1985	5.640,5	540,2	5.278,8	1.716,2	2.031,7	7.935,6	1.392,8	5.942,9	867,3	1.696,3	3.840,6	1.156,1
1986	6.825,2	826,5	8.135,9	2.228,8	2.297,2	10.250,4	1.744,8	7.730,1	977,6	2.050,6	5.123,8	1.662,3
1987	8.546,5	624,1	8.088,1	2.054,5	2.193,2	14.040,9	2.555,7	10.628,4	1.047,8	2.827,0	7.257,4	2.405,1
1988	9.994,4	1.142,9	9.115,5	2.110,8	2.147,9	16.513,9	3.741,6	11.598,4	1.654,1	3.452,6	7.478,5	3.140,2
1989	11.786,6	874,0	9.061,5	1.880,5	2.004,2	19.385,4	3.930,7	13.993,9	1.951,4	4.250,9	7.893,1	4.425,2
1990	14.306,5	2.513,4	9.630,6	1.777,1	2.004,6	20.235,2	3.905,5	14.598,1	2.193,8	4.147,8	7.268,6	5.672,8

desglose de los sectores más significativos, con la excepción de las Administraciones Públicas, cuyos pasivos negociables ya han sido comentados.

Se constata el espectacular crecimiento de la *renta fija a corto plazo*, en especial como consecuencia de las emisiones públicas. Respecto a la emitida por empresas no financieras, el fuerte crecimiento de los saldos vivos es compatible con descensos ocasionales, por ejemplo en 1987 y 1989, debidos al alto nivel de sustituibilidad existente entre esta fuente de financiación empresarial y el crédito bancario. Esta es también la causa del fuerte crecimiento experimentado en 1990 (287,6 %) por los pagarés de empresa, que refleja el desplazamiento hacia este instrumento originado por las restricciones impuestas por el Banco de España al crecimiento del crédito bancario a empresas no financieras y familias.

En la *renta fija a medio y largo plazo*, destaca el crecimiento de los saldos vivos totales debido al incremento de las emisiones públicas, ya comentado. Este crecimiento contrasta con el estancamiento de los valores privados en circulación, en los que se deja sentir la desaparición en 1987 de la desgravación fiscal para los suscriptores de renta fija, que, en el caso de las empresas no financieras, lleva a la sustitución de estas emisiones básicamente por créditos bancarios y pagarés de empresa.

Por su parte, las cifras del mismo cuadro relativas a *acciones* están claramente infravaloradas para las empresas no financieras, por problemas estadísticos. En cualquier caso, su evolución, que sí es significativa, presenta, salvo raras excepciones, una tendencia al crecimiento estable. En la distribución por tenedores, pese a las distorsiones que introduce la infravaloración antes citada, destaca el creciente peso que representan las acciones en poder de no residentes, sector que está en camino de convertirse en el principal tenedor.

A este nivel de generalidad, la regulación del mercado de emisiones privadas introducida por la Ley del Mercado de Valores se basa en garantizar que el posible suscriptor disponga de la información necesaria para decidir su inversión. Dado que, salvo para algunas excepciones, no es necesaria la autorización administrativa para emitir valores, el procedimiento establecido para potenciar la transparencia del mercado se basa, en primer lugar, en la obligación de registrar en la Comisión Nacional del Mercado de Valores un folleto informativo que contiene los datos económico-financieros más relevantes del emisor y las características de la emisión. El cuadro V.12 recoge las emisiones registradas desde que la citada Comisión viene funcionando.

Posteriormente, mientras los valores estén vivos, su emisor debe suministrar de forma continuada cualquier información que pueda afectar a los

V.12. EMISIONES REGISTRADAS EN LA CNMV

mm

	Año 1989 (a)		Año 1990	
	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
1. Renta variable	305,0	125,7	212,4	108,8
1.1. Ampliaciones de capital	131,2	81,7	181,5	103,2
1.2. Ofertas públicas de venta	173,8	44,0	30,9	5,6
2. Renta fija	1.775,3	1.774,3	1.924,6	1.924,8
2.1. Renta fija a largo	833,3	832,3	967,0	967,3
2.1.1. Cédulas hipotecarias	118,0	118,0	272,7	272,7
2.1.2. Bonos y obligaciones no convertibles	382,7	381,7	579,4	579,6
2.1.3. Bonos y obligaciones convertibles	332,5	332,5	114,9	114,9
2.2. Emisiones y programas de pagarés (b)	942,0	942,0	957,5	957,5
3. (=1+2) Emisiones registradas	2.080,3	1.900,0	2.137,0	2.033,6

Fuente: CNMV.

(a) Los datos de registro correspondientes a 1989 no incluyen enero y febrero.

(b) No incluye los emitidos a medida.

derechos de los tenedores. En concreto, con contenido más o menos exhaustivo, se han establecido informaciones mínimas anuales, trimestrales y puntuales, estas últimas, siempre que se produzca algún hecho significativo.

Lógicamente, no todos los valores cuyas emisiones y saldos vivos se han comentado hasta aquí están admitidos a cotización en las bolsas de valores. Por tanto, el *mercado primario en sentido estricto* de éstas correspondería a emisiones de valores entre cuyas características figure el compromiso del emisor de solicitar la admisión a cotización (25). Durante 1990, el importe de los expedientes de admisión a cotización, relativos a valores nuevos o ya en circulación, verificados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, fue de 567,3 mm, para la renta fija, y de 374,9 mm, para la renta variable.

V.2.2. Organización del mercado secundario

Como es sabido, la mayor parte de los valores privados en circulación, en particular la mayoría de las acciones, no cotizan en bolsa, es decir, no cuentan con un mercado secundario organizado que facilite su ne-

(25) Para estas emisiones, el plazo medio, desde que concluye el período de suscripción hasta que se produce la admisión a cotización, continúa siendo muy superior a seis meses, en detrimento de la liquidez de los nuevos valores.

gociación. Esta, por tanto, se produce en un mercado no organizado de búsqueda directa, que no genera ningún tipo de información y en el que es preceptiva la participación de un fedatario público, salvo que se trate de valores instrumentados mediante anotaciones en cuenta, lo que nunca será habitual en valores con escasa negociación, o si en la transmisión ha participado una sociedad o agencia de valores.

Por tanto, en las bolsas sólo se desarrolla el mercado secundario organizado de un número relativamente pequeño de valores: aquellos cuyo volumen de negociación justifica, en opinión de sus emisores, incurrir en los costes de admisión y mantenimiento en la cotización oficial, y que obtengan la correspondiente autorización.

Bajo la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores existen actualmente como ámbitos de negociación, por un lado, cuatro bolsas de valores de importancia muy desigual —Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia— y, por otro, el denominado mercado continuo, que opera a través del sistema de interconexión bursátil.

V.2.3. Miembros y órganos rectores

El elemento básico de la reforma introducida por la Ley del Mercado de Valores en este mercado es la supresión de los anteriores agentes de cambio y bolsa —y de la obligatoriedad de su función de fedatarios públicos— y su sustitución por los nuevos miembros del mercado, *sociedades y agencias de valores y bolsa*, cuya intervención, por cuenta propia o ajena o como simples tomadores de razón, es obligatoria en cualquier compraventa de los valores admitidos a cotización. Su composición a finales de 1990 está recogida en el cuadro V.13. Las funciones de estas entidades, y de otras directamente relacionadas con los merca-

**V.13. SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES
(31.12.1990)**

	Total	No miembros de Bolsa	Miembros de Bolsa				
			Total	Detalle por bolsas			
				Madrid	Barcelona	Bilbao	Valencia
1=2+3	2	3	4	5	6	7	
Sociedades de valores	50	15	35	34	18	7	5
Agencias de valores.	37	17	20	16	10	3	2
Agentes individuales	2	—	2	1	1	—	—
Total	89	32	57	51	29	10	7

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

dos de valores aparecen resumidas en el cuadro V.14. Con esta reforma, se pretende potenciar la actuación en el campo estrictamente financiero, para lo que se les exige recursos propios mínimos, coeficientes de solvencia y liquidez, recursos personales y tecnológicos adecuados, profesionalidad y honorabilidad en sus administradores, y rigurosas normas de conducta.

De este cambio básico deriva la sustitución, al frente del subsistema de cotización-contratación de cada bolsa, de las anteriores juntas sindicales, con su organización de colegio profesional, por las actuales *sociedades rectoras de bolsas*, sociedades anónimas de servicios, organizadas con criterios profesionales y de rentabilidad, que tienen como funciones básicas la dirección y administración de las bolsas y la participación en su supervisión, y de las que sólo pueden ser accionistas las sociedades y agencias de valores miembros de la correspondiente bolsa.

A su vez, estas sociedades rectoras son los únicos posibles accionistas de la denominada *sociedad de bolsas*, que gestiona el sistema de interconexión bursátil, cuyas características se comentan más adelante.

V.2.4. Instrumentos negociados (26)

El cuadro V.15 recoge los valores admitidos a negociación en las bolsas de valores españolas a finales de 1990. No se dispone del importe conjunto de las cuatro bolsas, por los numerosos emisores que cotizan simultáneamente en varias de ellas, pero puede estimarse en torno a los 19 billones de pesetas, de los que corresponderían a renta variable en torno al 60 % y el resto a renta fija, si bien las cifras correspondientes a esta última están considerablemente sobrevaloradas (27).

Comenzando por la *renta fija*, destacan los valores emitidos por las Administraciones Públicas, sobre los que hay que mencionar dos temas. El primero es la significativa presencia de las administraciones territoriales en las bolsas de Barcelona y Bilbao, que hace que ambas superen a Madrid en este segmento. El segundo es que la información disponible es muy deficiente, ya que, por ejemplo, en el caso de la deuda del Estado, entre otros problemas, se incluye el importe total de emisiones que sólo cuentan con algunos valores representados mediante títulos, cuando en realidad sólo éstos, que representan el 1,1 % de dicho total, eran negociables en bolsa en 1990.

(26) La mayoría de la información relativa a la negociación bursátil procede del *Informe Anual* de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

(27) Aparte de otros problemas estadísticos, los datos del cuadro V.15 no son comparables con los del cuadro V.11 por cuestiones de valoración.

V.14. ACTUACION EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Funciones	Entidades				
	Sociedades de valores	Agencias de valores	Bancos, cajas, entidades oficiales de crédito	Cooperativas de crédito	Sociedades mediadoras en el mercado de dinero
1. Recibir órdenes para la negociación de valores					
1.a. En general	Sí	Sí	Sí	Sí	No
1.b. Deuda anotada	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
2. Negociar participaciones en fondos de inversión					
2.a. Por cuenta propia	Sí	No	Sí	Sí	No
2.b. Por cuenta ajena	Sí	Sí	Sí	Sí	No
3. Mediar en la colocación de emisiones					
3.a. En general	Sí	Sí	Sí	Sí	No
3.b. Deuda anotada	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
4. Asegurar emisiones	Sí	No	Sí	No	No
5. En la Central de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado					
5.a. Ser titular de cuenta	Sí	No	Sí	Sí	Sí
5.b. Ser entidad gestora	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
6. Negociar valores no cotizados en mercado secundario oficial					
6.a. Por cuenta propia	Sí	No	Sí	No	No
6.b. Por cuenta ajena	Sí	Sí	Sí	No	No
7. Llevar registro contable de anotaciones no negociadas en mercado secundario oficial	Sí	Sí	No	No	No
8. Adherirse al Servicio de Compensación y Liquidación	Sí	Sí	Sí	No	No
9. Otorgar créditos para compraventa de valores	Sí	No	Sí	Sí	No
10. Gestionar carteras de valores ajenas	Sí	Sí	Sí	No	No
11. Depositario de títulos o administrador de valores anotados					
11.a. En general	Sí	Sí	Sí	Sí	No
11.b. Deuda anotada	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
12. Depositario de entidades de inversión colectiva	Sí	Sí	Sí	Sí	No
13. Entidades registradas (divisas)	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
14. Recibir fondos del público (con o sin condiciones)	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

V.15. BOLSAS DE VALORES: VALORES ADMITIDOS A COTIZACION A FINALES DE 1990

mm

	<i>Madrid</i>	<i>Barcelona</i>	<i>Bilbao</i>	<i>Valencia</i>	<i>Mercado continuo</i>
1. RENTA FIJA	6.817,7	6.102,1	6.139,1	5.314,4	—
1.1. Detalle por convertibilidad:					
1.1.1. Convertibles	416,4	409,1	270,4	263,1	—
1.1.2. No convertibles	6.401,3	5.693,0	5.868,7	5.051,3	—
1.2. Detalle por emisores:					
1.2.1. Administraciones Públicas	3.305,3	3.443,3	3.495,0	3.035,1	—
1.2.2. Instituciones financieras	1.361,1	880,7	604,7	585,3	—
1.2.3. Empresas no financieras	1.799,5	1.709,7	2.039,4	1.693,9	—
1.2.4. Organismos internacionales	351,8	68,3	—	—	—
2. RENTA VARIABLE	11.619,9	10.690,6	10.167,6	10.051,8	9.770,0
2.1. Sector no financiero	7.065,0	6.628,2	6.212,4	6.121,5	6.008,6
2.1.1. Petróleo	766,9	759,0	762,6	763,9	762,1
2.1.2. Energía y agua	1.917,3	1.892,2	1.881,0	1.889,7	1.875,8
2.1.3. Minería y metálicas básicas	116,2	96,2	101,7	90,5	87,9
2.1.4. Cementos y materiales construcción	627,5	620,1	477,9	472,4	429,9
2.1.5. Químicas	197,5	171,0	162,7	136,7	136,7
2.1.6. Textil y papeleras	69,7	53,5	50,8	50,3	48,9
2.1.7. Metal-mecánica	778,5	727,0	620,2	623,2	615,5
2.1.8. Alimentación	534,5	502,5	386,4	382,0	361,5
2.1.9. Construcción	348,6	352,8	345,7	351,8	351,7
2.1.10. Inmobiliarias	441,6	320,7	315,2	291,5	283,3
2.1.11. Transportes y comunicaciones	1.092,3	1.015,6	1.026,9	1.015,2	996,5
2.1.12. Otros	151,1	117,6	71,2	70,4	58,6
2.2. Sector financiero	4.555,0	4.062,4	3.955,2	3.930,3	3.761,5
2.2.1. Bancos	3.660,3	3.613,4	3.538,3	3.528,2	3.468,4
2.2.2. Seguros	162,7	160,4	142,3	130,7	127,0
2.2.3. Sociedades de cartera	569,4	224,5	233,9	221,1	156,3
2.2.4. S.I.M.	139,4	53,5	40,7	40,2	9,8
2.2.5. Entidades de financiación	11,6	10,7	—	—	—
3. TOTAL (=1+2)	18.437,6	16.792,7	16.306,7	15.366,2	9.770,0

Pasando a la *renta variable*, lo primero que hay que tener en cuenta es que, a diferencia de la renta fija, que se mide en términos nominales, está expresada por su valor efectivo a precios de mercado (capitalización). Esto explica que, pese a haber sido 1990 un año récord en lo que a nuevas admisiones a cotización se refiere (374,9 mm), la capitalización global haya disminuido frente al año anterior, por la caída de las cotizaciones.

Por sectores, destaca el fuerte peso de la capitalización de Bancos, que representa en torno al 30 % de las acciones admitidas a cotización en todas las bolsas. Les siguen los sectores Energía y Agua, con aproximadamente el 16 %, y Comunicaciones y Transportes, sector este último en el que una sola empresa, Telefónica, representa en torno al 75 % de su capitalización.

La distribución de la admisión a cotización por bolsas, y dentro de éstas por sectores, acusa una gran igualdad, debida, esencialmente, a que, a efectos estadísticos, se considera que los valores integrados en el Sistema de Interconexión Bursátil (9.770 mm, sólo de renta variable) cotizan en todas las bolsas. Esta igualdad puede dar la idea de que las cuatro bolsas son de importancia similar, idea que, como se verá al tratar de la negociación, está muy lejos de acercarse a la verdad.

V.2.5. Sistemas de negociación

El *sistema de viva voz* era, hasta hace poco, el único método de negociación en nuestros mercados bursátiles. En él, cada valor se contrataba en un solo corro de diez minutos de duración, si bien la junta sindical correspondiente podía autorizar en determinadas condiciones un segundo corro; además, por la tarde funcionaba un mercado telefónico para grandes lotes (mínimo de 50 millones o del 25 % del volumen medio de negociación del valor en el último trimestre) (28).

Dado que las cuatro bolsas españolas operaban independientemente, era posible que un mismo valor cotizara simultáneamente en varias de ellas con precios diferentes, lo que posibilitaba operaciones de arbitraje.

Durante 1990 se negoció en corros toda la renta fija (574 mm) y el 13,8 % de la renta variable (628 mm).

(28) Para las acciones bancarias, se introdujo el denominado *sistema de caja*, que consistía en un programa informático que recogía todas las órdenes de compraventa, por lo mejor o con límite, obteniendo los cambios de cada acción y el porcentaje de órdenes que se podía cumplir. Finalmente, contra el saldo resultante podían cursarse órdenes de sentido contrario.

Este sistema está siendo sustituido, en el caso de la renta variable, por el denominado *mercado continuo*, que opera a través del *Sistema de Interconexión Bursátil*, basado en una red informática que conecta las cuatro bolsas con un ordenador central, que, partiendo de las órdenes recibidas (valor, volumen, condiciones e identificación del miembro ordenante) fija precios y cantidades intercambiadas con la máxima transparencia, rapidez y eficiencia, facilitando a la vez los procesos de supervisión (29).

El sistema permite la plena integración de los mercados bursátiles y amplía el período de contratación de cada valor desde los diez minutos tradicionales de cada corro, hasta siete horas diarias. En él, los valores cotizan en pesetas en lugar de los anteriores puntos porcentuales (enteros), con lo que nuestras bolsas adoptan las prácticas habituales en otros mercados.

Durante la primera hora de funcionamiento del sistema, el llamado período de preapertura, no se produce negociación en sentido estricto: se introducen las órdenes recibidas (limitadas o al precio de apertura que resulte) y se calcula el precio para el que el volumen de negociación resulta mayor: el llamado precio de apertura, que no puede variar más del 5 % respecto al precio de cierre de la sesión anterior y con el que debe cubrirse al menos el 20 % de la posición, de oferta o de demanda, dominante (30).

A continuación, se abre la sesión propiamente dicha, casando las órdenes recibidas que sea posible al precio de apertura. Las órdenes no casadas permanecen abiertas a la espera de que aparezca contrapartida durante el período de contratación.

En relación a las normas operativas hay que mencionar, en primer lugar, la denominada *contratación regular*, que abarca tres submercados:

1. *De lotes* (31). En este submercado, cuya unidad mínima de contratación es el lote, la prioridad para el cierre de operaciones corresponde al precio y, en segundo lugar, a la secuencia temporal

(29) A finales de 1990, de los 867 emisores cuyas acciones estaban admitidas a cotización en bolsa, solamente 116 (13,4 %) estaban incluidos en el Sistema de Interconexión Bursátil; sin embargo, en términos de negociación, las acciones correspondientes representaban el 86 % de la renta variable.

(30) Si no se logra un precio de estas características se retrasa una hora la apertura, flexibilizando los límites citados (15 % de variación y 10 % de cobertura). Si tampoco se logra, el valor no se negocia en esa sesión.

(31) Un lote está integrado, si el precio de cada acción es hasta 1.000 PTA, por cien acciones; si el precio está entre 1.000 y 5.000 PTA, por 50 acciones; y si el precio es superior a 5.000 PTA, por 25 acciones.

de introducción de las órdenes. Estas pueden ser de cuatro tipos: a) *Limitadas*, con precio máximo para las compras y mínimo para las ventas; b) *De mercado*, o «por lo mejor», que se cierran al mejor precio que ofrezca el mercado en el momento de su introducción; c) *De ejecución mínima*, cuya ejecución ha de afectar a un número mínimo de lotes; y d) «*On stop*», de importancia muy reducida y que sólo entran en el mercado si se ejecuta alguna operación, bien al precio propuesto en ellas, bien a uno superior si se trata de una compra, o bien a uno inferior si se trata de una venta.

2. *De picos*. Incluye las órdenes con precio limitado y relativas a importes inferiores a un lote.
3. *De términos especiales*. En él, las órdenes deben referirse a un número mínimo de lotes, y a precios que no provoquen negociación en el submercado de lotes.

Fuera de esta contratación regular y sin influir en los precios publicados se sitúan las denominadas *operaciones especiales*, cuyas características recoge el cuadro V.16.

Como ya se ha dicho, la totalidad de la renta fija admitida a cotización en bolsa se negoció en 1990 mediante el sistema de corros. Respecto a la renta variable, el cuadro V.17 recoge la importancia relativa que en dicho año registraron los diversos submercados bursátiles que acaban de comentarse.

Antes de terminar el apartado de sistemas de negociación, conviene mencionar una técnica operativa que está regulada para este mercado como sustitutivo de las operaciones a plazo: el denominado *sistema de crédito en operaciones bursátiles al contado*. Estos créditos pueden ser de valores o de efectivo y están destinados a permitir, respectivamente, ventas de valores sin contar previamente con todos ellos, o compras sin contar con suficiente efectivo. En ambos casos, el resultado de la operación (efectivo obtenido en la venta o valores adquiridos en la compra) debe depositarse como garantía de la misma.

La lógica de la operación, que ha de referirse a un mínimo de 500 valores, es la misma en ambos casos; por ello, aquí sólo se comentará el crédito de valores, por las peculiaridades que presenta.

Siguiendo la secuencia lógico-cronológica más larga entre las posibles, esquematizada en el cuadro V.18, la primera operación es un *préstamo de valores finalista*, es decir, específicamente destinado a esta operativa, que puede efectuar cualquier persona física o jurídica que dispon-

V.16. OPERACIONES BURSATILES ESPECIALES

a) Concepto: Sin pasar por el sistema de cotización-contratación.
Sin influir en los precios publicados (medios ponderados).

b) Clases

1. APLICACIONES:

1.1. Concepto: Case de dos órdenes de signo contrario.
Que han llegado a un mismo miembro de bolsa.

1.2. Requisitos exigidos:

a) con mercado abierto (cambio convenido).

a.1) Mercado continuo. Si no cabe otro case a precio más favorable.

a.2) Corros. Cubriendo al menos el 20% de las posiciones a igual precio.

a.3) Deben comunicarse a sociedad: rectora.
de bolsas.

b) con mercado cerrado (fuera de hora).

b.1) Precio: 2,5 % de desviación máxima respecto:cambio medio
ponderado.
cambio
de cierre.

Salvo autorización de sociedad: rectora.
de bolsas.

b.2) Cobertura: barrer previamente posiciones anteriores al cierre,
con:

b.2.1) Precio igual o más favorable.

b.2.2) Cuantía mínima: Mercado continuo. 5 millones.
Corros. 3 millones.

b.2.3) Cuantía máxima. Pendiente (CNMV).

b.3) Importe mínimo, debe ser superior a:

b.3.1) Renta variable: Mercado continuo. 50 millones.
Corros. 20 millones.

Renta fija. 25 millones.

b.3.2) Mercado continuo. 20 % de negociación media diaria.
Corros. 25 % de negociación media diaria.

b.4) Deben ser órdenes individuales (no agrupadas).

b.5) Deben comunicarse a sociedad: rectora.
de bolsas.

2. CON CONTRAPARTIDA POR CUENTA PROPIA:

Requisitos. Como aplicaciones.

3. ENTRE MIEMBROS:

Requisitos. Como aplicaciones.

4. TOMA DE RAZON (FUERA DE MERCADO):

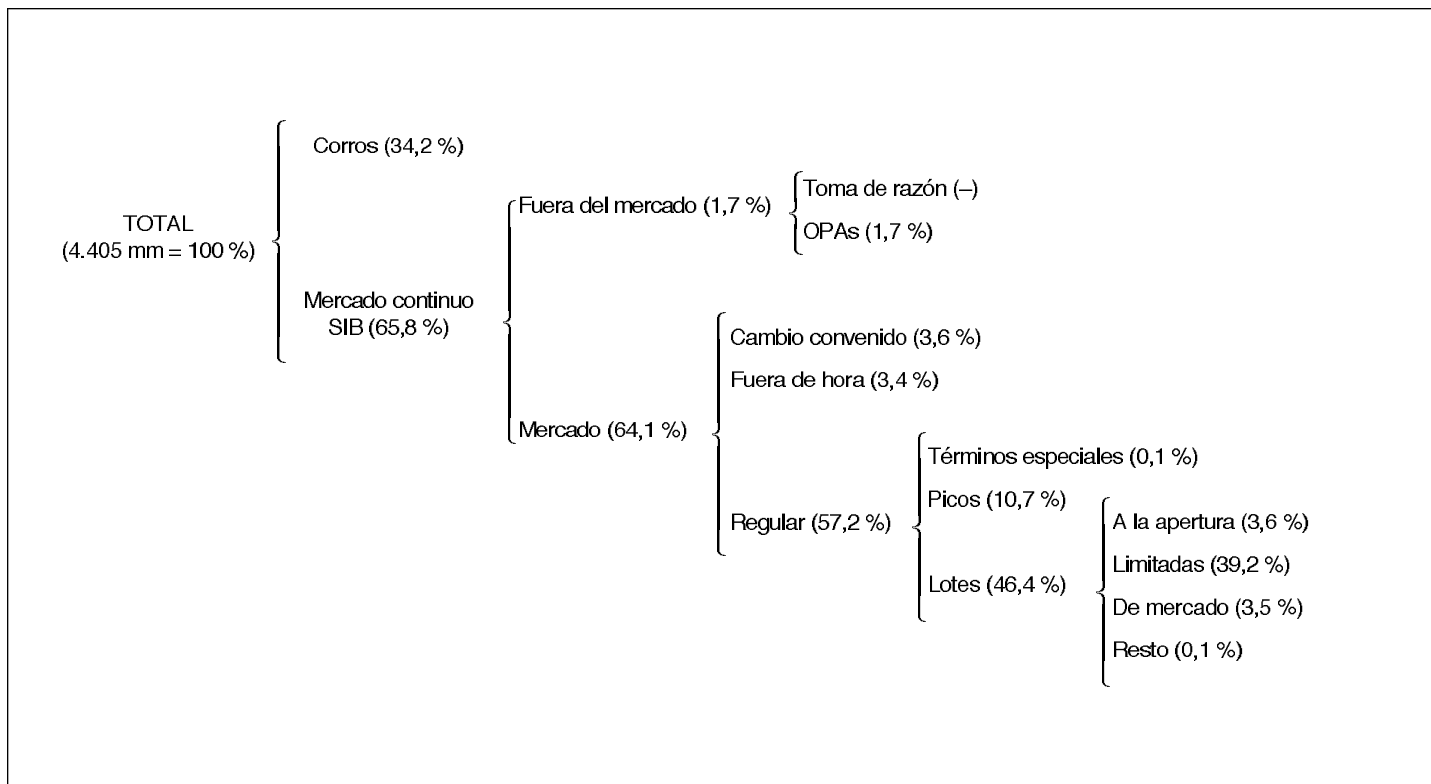
4.1. Concepto: Operaciones acordadas directamente entre no miembros.
Posteriormente comunicadas a un miembro.

4.2. Requisitos

4.2.1. Renta variable: B.1, B.3 y B.5 de aplicaciones.
o autorización de sociedad:rectora.
de bolsas.

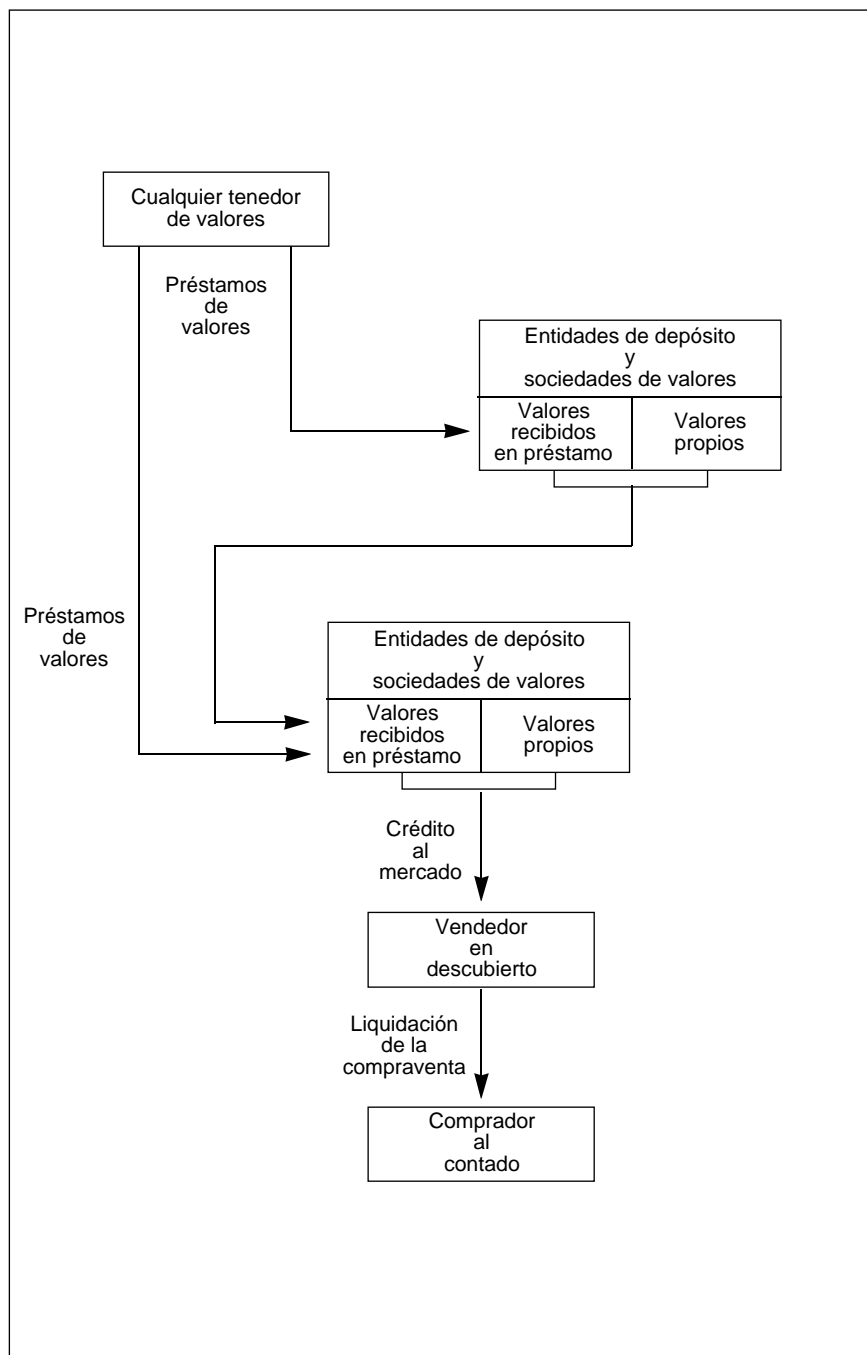
4.2.2. Renta fija.B.3 y B.5 de aplicaciones.

V.17. MERCADO BURSÁTIL: RENTA VARIABLE, NEGOCIACION EFECTIVA EN 1990



Fuentes: CNMV y elaboración propia.

**V.18. SISTEMA DE CREDITO EN OPERACIONES BURSATILES AL CONTADO:
CIRCULACION DE LOS VALORES**



ga de valores autorizados (32). El beneficiario de este préstamo sólo pueden ser entidades de depósito o sociedades de valores cuya declaración de actividades prevea esta posibilidad.

La segunda operación es otro *préstamo de valores* que pueden realizar las entidades antes citadas con valores de su propiedad o recibidos en los préstamos antes citados. Pueden ser beneficiarias las mismas clases de entidades.

La tercera operación es el *crédito de valores* en sentido estricto. Lo pueden hacer entidades de depósito y sociedades de valores, tanto con valores propios como con valores recibidos en préstamo. Puede ser beneficiario cualquier persona que quiera vender en bolsa valores que no posee.

La cuarta operación, finalmente, es la *compraventa al contado* amparada por el crédito de valores, que puede realizar cualquiera, aunque lógicamente, a través de una agencia o sociedad de valores y bolsa.

Los dos *préstamos* de valores mencionados no tienen ningún tipo de garantía, salvo la estrictamente personal del prestatario. Esto viene a complicar el tema, ya de por sí polémico, de la naturaleza jurídica del préstamo de valores. Pero además, los valores objeto del préstamo se duplican mientras dura el crédito de valores realizado con ellos.

Ayuda a comprender esta duplicación el contemplarla desde el punto de vista de los derechos económicos que incorporan estos valores. El día de su pago, cobra estos derechos el legítimo propietario de los valores, es decir, su comprador al contado, que incluso ignora la existencia de los préstamos y del crédito que el vendedor ha usado en la operación. Pero igual de legítimo propietario es el prestamista inicial de los valores (ya que no los ha vendido), quien, además, según la regulación vigente debe «percibir el importe dinerario correspondiente a los derechos económicos que generen durante la cesión pactada los valores de referencia». Por tanto, para cada valor existen dos legítimos propietarios y ambos deben percibir unos mismos derechos económicos que son únicos, dado que, lógicamente, el pago del emisor es único. En la práctica, y en la regulación, el tema de la percepción por el prestamista de los derechos económicos se soluciona mediante su pago por el prestatario.

La poca valoración por el mercado de la garantía que ofrecían las sociedades de valores y bolsa y la escasa cartera de éstas, fueron la principal causa de que, con la desaparición de las juntas sindicales, el crédito al mercado prácticamente desapareciera hasta dar entrada en esta ope-

(32) Toda esta operativa sólo puede realizarse con los valores que, previa comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, autoricen, según los casos, las sociedades rectoras o la Sociedad de Bolsas.

ratoria a las entidades de depósito, que cuentan con importantes Carteras, para dar crédito con sus propios valores, y con una reconocida garantía personal, para ser prestatarios de valores.

Todo lo contrario sucede con los *créditos de valores*, que cuentan con sólidas garantías. La primera es la aportación inicial de garantías, que debe constituirse en el momento de contratar el crédito, cuya cuantía mínima la fijan las sociedades rectoras o la Sociedad de Bolsas, y que el acreditado debe actualizar cuando la cotización de los valores objeto de la operación sube más de un 10 % respecto a su precio de venta. La segunda es la obligación de depositar el importe íntegro del efectivo obtenido en la venta al contado de los valores, hasta que se liquide el crédito. Este depósito va unido a: 1) una orden de compra del acreditado relativa a los valores vendidos al contado, cuya ejecución decide la entidad que haya concedido el crédito ante cualquier incumplimiento del ordenante; 2) una autorización para aplicar a esta compra tanto la garantía inicial y sus posibles actualizaciones como el depósito del importe íntegro de la venta.

V.2.6. Compensación y liquidación

Los procedimientos de compensación-liquidación son fundamentales para el funcionamiento de cualquier mercado secundario, no sólo por sus repercusiones en la liquidez y seguridad del mismo, sino, sobre todo, por la incidencia en su competitividad en términos de costes y rentabilidad.

El funcionamiento de la *compensación-liquidación de valores*, es uno de los aspectos más criticados de las bolsas españolas, que, en lugar del sistema de *universalidad* deseable, cuentan hasta ahora con tres sistemas paralelos: el tradicional, basado en el movimiento físico de títulos; el de fungibilidad, que se aplica a la mayoría de valores al portador y que se basa en sustituir el movimiento físico de títulos por el traspaso de sus referencias técnicas; y el de títulos nominativos, que implica comunicar al emisor el nombre del comprador y del vendedor, preparando un resguardo provisional que posteriormente se canjea por el definitivo.

Lo dilatado e incierto de los períodos de liquidación, diferentes en cada bolsa; lo heterogéneo de los procedimientos de intercambio de información relativa a la compensación-liquidación; la gran diversidad en los niveles de informatización de las entidades participantes, miembros liquidadores y depositarios; la inexistencia general del principio de entrega contra pago; etc.; son algunos de los problemas que han llevado a que la Ley del Mercado de Valores plantee una reforma completa de todo el sistema de compensación-liquidación, reforma que, en estos momentos, to-

davía se encuentra pendiente de llevar a la práctica. Se basa en la creación de una sociedad anónima denominada *Servicio de Compensación y Liquidación de Valores*, cuyas funciones básicas serán dos: a) llevar el registro central de las anotaciones en cuenta representativas de los valores admitidos a cotización en las bolsas; y b) gestionar en exclusiva la compensación y liquidación de los saldos de valores y de efectivo derivados de la negociación bursátil. Con ello, se pretende lograr la máxima simplificación operativa y administrativa, con la consiguiente repercusión en agilidad y costes.

Para ser eficiente, el Servicio, cuya sociedad promotora ya funciona en estos momentos, deberá basarse en los siguientes principios: universalidad, neutralidad financiera, entrega contra pago, fijación de la fecha de liquidación y aseguramiento de la entrega en ella.

Para lograr este aseguramiento está previsto un procedimiento especial de *préstamo de valores*, en el que cuando un miembro liquidador incumpla su obligación de entrega, por no haber puesto los correspondientes valores a disposición del Servicio de Compensación y Liquidación en la fecha debida, éste procederá a tomarlos en préstamo para su entrega al miembro liquidador acreedor en la fecha de liquidación.

Podrán ser objeto de este tipo de préstamos tanto valores propiedad de un miembro liquidador como valores de su clientela. En este último caso, deberá constar por escrito el consentimiento del titular de los valores. Sin perjuicio de su posible cancelación antes del vencimiento, el plazo máximo de estos préstamos será siempre el mismo, sin posibilidad de prórroga (33). Su remuneración se calculará sobre el valor de mercado de los valores prestados. La devolución de los valores tomados a préstamo se realizará entregando los que el Servicio de Compensación y Liquidación reciba de la parte vendedora o, en su defecto, los que adquiera con esta exclusiva finalidad en el mercado.

El miembro liquidador que se haya retrasado en la puesta a disposición del citado Servicio de los valores mantendrá ante el mismo, durante la demora, un depósito no remunerado, diariamente actualizado, por una cantidad equivalente a la diferencia entre el valor de cotización del día anterior y el precio satisfecho por el comprador. Antes del comienzo de cada sesión, se comprobará el cumplimiento de esta obligación, procediendo, en caso de incumplimiento, a adquirir en el mismo día los valores para proceder a la inmediata devolución de los tomados a préstamo.

Cuando, por falta de valores disponibles, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores no pueda tomarlos a préstamo, se proce-

(33) En estos momentos, este plazo está sin concretar.

derá a la compra en el mercado de los necesarios para asegurar la entrega a la parte compradora en la fecha prevista (34).

Respecto a las *liquidaciones de efectivo*, no se realizan de forma simultánea ni vinculada a las de valores, ni por procedimientos homogéneos en las cuatro bolsas. La de Madrid liquida actualmente sus operaciones sobre las cuentas de Tesorería abiertas en el Banco de España, ya sean propias de los miembros liquidadores del mercado o domiciliarias, previo establecimiento multilateral de los saldos netos resultantes de la negociación por parte de la sociedad rectora, que los comunica al Banco de España. Caso de que en alguna de estas cuentas no exista saldo suficiente para atender la liquidación, el déficit se prorratea entre las restantes entidades participantes en la compensación multilateral. Las restantes bolsas no tienen organizada la liquidación de efectivo, que se realiza mediante el intercambio de cheques bancarios u ordenando transferencias convencionales. Además, las sociedades rectoras de las cuatro bolsas liquidan entre ellas, mediante transferencias entre sus cuentas de tesorería los saldos de efectivo resultantes de la negociación en el mercado continuo. Lógicamente, estos procedimientos quedarán modificados cuando la Sociedad de Compensación y Liquidación de Valores asuma sus funciones (35).

V.2.7. Evolución de la contratación

El cuadro V.19 resume la evolución de la contratación en las bolsas de valores durante la década de los ochenta. Dentro de cifras relativamente moderadas, se aprecia un período de recuperación, tras la crisis económica de finales de los setenta, plenamente consolidado desde 1986. Por bolsas de valores, destaca en importancia la de Madrid, que crece ininterrumpidamente hasta situarse en los últimos años por encima del 80 % de la negociación efectiva total. Por clases de valores, destaca la contratación de renta variable, que supone actualmente en torno al 93 % de la negociación efectiva. La escasa importancia de los volúmenes negociados de renta fija pone de manifiesto lo inadecuado de los procedimientos vigentes en los mercados bursátiles para este tipo de instrumentos financieros (36).

(34) Lógicamente, para evitar que estas incidencias proliferen, está previsto un sistema de penalizaciones de cuantía progresiva en función del volumen y frecuencia de los retrasos.

(35) Como paso previo, a partir de diciembre de 1991, va a intentarse que las liquidaciones de efectivo se realicen todos los días con un desfase de cinco días hábiles respecto a la fecha de negociación.

(36) Como magnitud comparativa, aunque heterogénea, recuérdese que en 1990 la negociación en los mercados extrabursátiles de deuda anotada fue de 336,8 billones de pesetas, es decir 67,1 veces superior.

V.19. BOLSAS DE VALROES: CONTRATACION EFECTIVA

mm y %

	<i>Detalle por bolsas</i>					<i>Detalle por clases de valores</i>					
	<i>Total</i>	<i>Madrid</i>	<i>Barcelona</i>	<i>Bilbao</i>	<i>Valencia</i>	<i>Renta fija pública</i>		<i>Renta fija privada</i>		<i>Renta variable</i>	
						<i>mm</i>	<i>% de 1</i>	<i>mm</i>	<i>% de 1</i>	<i>mm</i>	<i>% de 1</i>
<i>1=2 a 5=6+8+10</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>	<i>10</i>	<i>11</i>	
1980	137,2	94,3	24,8	12,4	5,7	15,7	11,4	37,3	27,2	84,2	61,4
1981	232,3	160,0	41,0	21,7	9,5	14,2	6,1	42,6	18,3	175,5	75,5
1982	254,5	175,3	39,4	24,7	15,1	17,5	6,9	64,6	25,4	172,4	67,7
1983	337,5	219,2	71,0	32,6	14,7	39,9	11,8	79,2	23,5	218,4	64,7
1984	633,2	411,7	143,8	51,5	26,2	58,6	9,3	133,9	21,1	440,8	69,6
1985	880,9	685,2	117,9	45,9	31,9	128,5	14,6	130,7	14,8	621,7	70,6
1986	2.738,6	2.164,7	363,7	129,9	80,4	314,5	11,5	158,2	5,8	2.266,4	82,8
1987	5.087,4	3.863,9	791,1	306,2	126,2	176,6	3,5	154,7	3,0	4.756,1	93,5
1988	3.536,3	2.568,6	592,5	239,0	136,1	83,4	2,4	166,1	4,7	3.286,8	92,9
1989	5.027,7	4.015,6	550,6	363,3	98,2	86,6	1,7	264,2	5,5	4.677,5	92,8
1990	4.979,0	4.111,0	537,0	251,0	81,0	131,0	2,6	443,0	8,9	4.405,0	88,5

V.20. BOLSAS DE VALORES: CIFRAS SIGNIFICATIVAS

	<i>Renta fija</i>					<i>Renta variable</i>						
	<i>Emisores admitidos</i>	<i>Emisiones admitidas</i>	<i>Capitalización (a) (mm)</i>	<i>Negociación (b) (mm)</i>	<i>Rotación</i>	<i>Emisores admitidos</i>	<i>Emisores activos (c)</i>	<i>Capitalización (a)</i>	<i>Negociación (b) (mm)</i>			<i>Rotación</i>
									<i>Total</i>	<i>Corros</i>	<i>Mercado continuo (d)</i>	
	1	2	3	4	5=4/3	6	7	8	9=10+11	10	11	12=9/8
Madrid	258	942	6.818	418	0,06	418	392	11.620	3.693	438	3.255	0,32
Barcelona	164	724	6.102	64	0,01	352	323	10.691	473	124	349	0,04
Bilbao	157	735	6.139	82	0,01	392	288	10.168	169	46	123	0,02
Valencia.....	104	479	5.314	11	0,00	245	259	10.052	70	18	52	0,01
Total .....	...	...	...	574	...	867	650	...	4.406	628	3.778	...
PRO MEMORIA:												
Mercado continuo (d)...	-	-	-	-	-	116	116	9.770	3.778	-	3.778	0,39

Fuente: CNMV.

(a) A finales de 1990.

(b) Durante 1990.

(c) Incluye mercado continuo.

(d) Emisores integrados a finales de 1990.

En el cuadro V.20 se ponen en relación las cifras de negociación correspondientes a 1990, con el importe de la capitalización bursátil a finales de dicho año. Comenzando por la *renta fija*, hay que destacar que la negociación se concentra en muy pocos valores, mientras que la liquidez de la mayoría es prácticamente nula: tan sólo 6 emisores concentran más de la mitad de la negociación y, tomando los 27 primeros emisores, se supera el 85 % de la misma. En consecuencia, la rotación de la renta fija (columna 5) es prácticamente nula para todas las bolsas y para la gran mayoría de los valores admitidos a cotización (37).

Pasando a la *renta variable*, se observa que el número de empresas que cotizan, 867, es relativamente elevado. Sin embargo, 217 de ellas no registraron durante 1990 ninguna negociación. Por bolsas, destaca la de Madrid, donde se negoció el 83,8 % de la renta variable, cifra que contrasta con la sensible igualdad que presenta la capitalización admitida a negociación en las cuatro bolsas. También es reseñable la creciente importancia de la negociación en el mercado continuo (3.778 mm en 1990), que a finales de año ya había alcanzado una cuota cercana al 86 % de la contratación total. Por sectores, el más activo fue el de Bancos, que alcanzó el 23,4 % del conjunto de la negociación. En términos de rotación, destacan, por sistemas de negociación, el mercado continuo, que alcanzó 0,39 frente al índice prácticamente nulo de los corros tradicionales; por bolsas, una vez más la de Madrid, con 0,36, supera ampliamente a las demás.

V.2.8. Segundo mercado

La regulación del denominado segundo mercado data de 1986. Su objeto es proporcionar un mercado secundario organizado para las acciones emitidas por pequeñas y medianas empresas que no pueden cumplir los requisitos mínimos exigidos para cotizar en el mercado bursátil normal: volumen y difusión del capital, nivel de beneficios, frecuencia de contratación, gastos de admisión, etc.

Como muestra el cuadro V.21, la importancia del segundo mercado en nuestro país es mínima. Teóricamente, cotizan en el mismo 31 sociedades, registrándose unos niveles de negociación muy bajos (1,3 mm), de donde resulta una rotación de 0,1, imputable, además, a muy pocas sociedades, ya que 29 de ellas presentaron una frecuencia de negociación inferior al 10 %.

Las causas de estas reducidas cifras son varias. Por un lado, el escaso desarrollo de la actividad de capital-riesgo y de las sociedades de-

(37) Recuérdese que la deuda del Estado anotada presentó en 1990 unos índices de rotación de 1,48 para operaciones simples (3,09 en el caso de los bonos y obligaciones) y de 21,26 para las operaciones dobles (cuadro V.8).

**V.21. SEGUNDO MERCADO BURSATIL
(1990)**

	Número de valores	Capitalización (mm)	Contratación (mm)	Rotación
	1	2	3	4
Madrid.....	3	9,1	0,5	0,05
Barcelona.....	24	2,8	0,1	0,04
Bilbao.....	4	0,8	0,7	0,88
Valencia.....	—	—	—	—
Total.....	31	12,7	1,3	0,10

Fuente: CNMV.

dicadas a ello, el miedo de los pequeños y medianos emisores a perder el control de sus empresas, las exigencias de transparencia que plantea el acceso a la cotización, la falta de liquidez en el mercado que se autoalimenta, etc. Por otro, que, seguramente, las condiciones de acceso al primer mercado y de permanencia en él han estado excesivamente relajadas, lo que ha llevado a que coticen allí empresas que, por su dimensión, composición accionarial y escaso volumen de negociación, deberían hacerlo en el segundo mercado.

V.3. Mercados de futuros y opciones

Los mercados organizados de futuros y opciones surgen históricamente como consecuencia de un proceso de autorregulación destinado a potenciar la *negociabilidad* de operaciones a plazo, dotando de mayor transparencia, liquidez y seguridad a su mercado secundario. Por ello, antes de entrar a comentar los mercados organizados de futuros y opciones, para entender sus características es de utilidad repasar los rasgos básicos, tanto de las operaciones a plazo «a medida», como de las causas del proceso que conduce a la aparición de los futuros y opciones.

V.3.1. Introducción

a) Operaciones a plazo

a.1) Concepto

Como ya se ha dicho, en su sentido más general, una *operación a plazo* es aquella en la que, entre el momento de la contratación y el mo-

mento de la liquidación, media, como mínimo, un número de días establecido en cada mercado, que suele situarse entre dos y cinco. Precisamente la existencia de este plazo, que puede llegar a ser dilatado y en el que puede modificarse tanto la situación de los mercados y de los participantes en ellos como las expectativas de estos últimos, explica la conveniencia de mercados secundarios, donde sea posible deshacer, sin un excesivo coste, las posiciones, compradoras o vendedoras, previamente adoptadas (38).

a.1.1) *Compraventas simples a plazo*

El primer tipo de operación a plazo son las *compraventas simples a plazo*, en las que se acuerda, para una fecha futura y cierta, el intercambio de una determinada cantidad de un instrumento financiero concreto, denominado *activo subyacente*, por el efectivo, también fijo, con el que se paga (39). Por tanto, en el momento de contratar, se fijan la fecha de liquidación, el instrumento, su cantidad y su precio.

Alternativamente a la *liquidación con entrega* del instrumento y del efectivo, cabe que ambas partes acuerden liquidar la operación *por diferencias*, es decir, sin que haya movimiento de valores y transmitiendo, a favor de la parte que resulte beneficiada, únicamente efectivo por la diferencia entre el precio contratado y el precio del mercado al contado que, el día de la liquidación, tenga el activo subyacente.

La naturaleza de los *riesgos* que asumen los participantes en las compraventas a plazo es de dos tipos. El primero de ellos (*riesgo de mercado*) es el derivado de que el precio al contado del activo subyacente varíe, hasta el día de la liquidación, en contra de sus expectativas, generando pérdidas por un importe igual al de la liquidación por diferencias antes citada. El segundo es un *riesgo de contrapartida*, es decir, derivado de que, si una de las partes obtiene beneficios, la otra no cumpla sus compromisos en la fecha de liquidación. Lógicamente, el importe máximo de ambos riesgos es el mismo, no puede fijarse a priori, y no coincide con el precio de la compraventa pactada (riesgo de principal), sino con la diferencia entre éste y el precio al contado del ac-

(38) El objeto de una operación a plazo puede ser tanto un instrumento financiero como un activo real. Sin embargo, para simplificar, todos los ejemplos que siguen se referirán a operaciones cuyo activo subyacente sea un instrumento financiero.

(39) La denominación «activo subyacente» (sería más correcto hablar de «instrumento subyacente») se debe a que si las operaciones a plazo se negocian en un mercado secundario, el instrumento (o activo) negociable son dichas operaciones, no el instrumento (o activo) al que se refieren.

tivo subyacente el día de liquidación, ya que, en principio, la contratación de una compraventa a plazo no acarrea ningún coste o ingreso (40).

a.1.2) Opciones a medida

La segunda clase significativa de operaciones a plazo son las *opciones de compra y venta*. En ellas, se contrata una compraventa a plazo de iguales características a las antes citadas, pero cuya ejecución, el día acordado (*opción europea*) o hasta la fecha límite pactada (*opción americana*), es discrecional para una de las partes: el poseedor de la opción. Se trata, por tanto, de un contrato esencialmente asimétrico respecto a los *riesgos* en que incurren una y otra parte, de donde deriva la *prima* que debe pagar el comprador de la opción en el momento de contratarla.

Dado que el poseedor de la opción de comprar o vender no la ejercerá si ello le acarrea pérdidas, para él, los riesgos antes citados revisten características específicas. El primero, la posibilidad de que el precio al contado del activo subyacente evolucione en contra de sus expectativas (riesgo de mercado), tiene un límite, dado que, si esto sucede, no ejercerá la opción y sólo perderá la prima que le haya costado adquirirla. El segundo, el riesgo de liquidación, tiene como límite los beneficios que puede obtener, es decir, la diferencia entre el precio pactado y el de contado del activo subyacente el día de la liquidación, menos el importe de la prima.

Por el contrario, para el emisor (vendedor) de la opción, el riesgo de mercado teóricamente es ilimitado (diferencia entre el precio contratado y el de mercado del activo subyacente, menos la prima percibida), mientras que no asume riesgo de liquidación, dado que sus únicos beneficios posibles (la prima) los percibe en el momento de contratar.

Resumiendo, las compraventas a plazo y las opciones de compra y venta no normalizadas presentan los siguientes rasgos comunes:

1. Ser operaciones *a plazo*. Es decir, operaciones en las que, entre el momento de la contratación y el de la liquidación, transcurre un período de tiempo suficientemente dilatado como para hacer posible y conveniente la existencia de un mercado secundario.

(40) Estar hablando de «precio» e «importe» de la operación como sinónimos implica el supuesto de que la operación se refiere a una unidad de activo subyacente. También se supone vigente el principio de entrega contra pago.

2. Ser operaciones «*a medida*». Esta característica equivale a que las partes contratantes eligen libremente el activo subyacente seleccionado, la cantidad del mismo, su precio y la fecha de vencimiento. Este nivel de concreción permite, siempre que se encuentre contrapartida, una adaptación sumamente exacta a las necesidades de cada operador, garantizándole un precio de compraventa para el instrumento deseado, en la cantidad precisa y exactamente en la fecha futura buscada.
3. Ser operaciones *con riesgo de liquidación*. Con las características antes citadas, las dos operaciones mencionadas presentan suficientes niveles de riesgo de liquidación como para tener que seleccionar cuidadosamente el otro participante en la operación (41).
4. Ser operaciones con *fuerte apalancamiento*. Esta característica se pone de manifiesto considerando que ambas operaciones ofrecen la posibilidad de beneficios teóricamente ilimitados sin ningún desembolso inicial, en el caso de las compraventas a plazo, o pagando una prima relativamente pequeña, en el caso de la compra de opciones.
5. Pese a lo indicado en el número anterior, ser operaciones *relativamente caras*, si se tienen en cuenta los siguientes costes, no siempre explícitos: de búsqueda, al no existir un mercado organizado; de liquidez, por la ausencia de un mercado secundario; y los imputables a los riesgos comentados.

a.2) *Función económica*

Las principales posibilidades de utilización que presentan los mercados organizados de futuros y opciones están ya presentes en las operaciones a plazo «a medida». Son las siguientes:

a.2.1) *Cobertura*

La primera función de los mercados a plazo es la de proporcionar un mecanismo de *cobertura* frente al *riesgo de mercado*, es decir, el riesgo de que el precio de mercado de un instrumento financiero varíe ocasio-

(41) Lógicamente, el riesgo de mercado no depende de la solvencia de la contrapartida. Además, hay que tener en cuenta que el riesgo de mercado incluye el eventual riesgo de crédito que puede incorporar el activo subyacente, derivado de la solvencia de su emisor.

nando pérdidas o menores beneficios. Atendiendo a las causas de esta variación, significativas para el tema tratado, cabe hablar de tres variantes del riesgo de mercado (42).

La primera de ellas, el *riesgo de tipo de interés*, mide las posibles pérdidas, o menores beneficios, que puede generar una variación en el nivel o estructura de los tipos de interés. A su vez, este riesgo sólo se asume si se mantienen *posiciones abiertas*, que son aquellas en las que el plazo de vencimiento (o de modificación de los intereses, si se trata de un instrumento financiero con tipo de interés variable) de un activo no coincide con el del pasivo con el que se financia (43). Cuando el plazo del activo es superior al del pasivo, la posición se denomina *larga* y produce pérdidas, cuando los tipos de interés se elevan, o beneficios, cuando los tipos de interés descienden. Ante variaciones de igual signo de los tipos de interés, una posición *corta* (plazo del pasivo superior al del activo) origina resultados contrarios (44).

La segunda modalidad de riesgo de mercado es el *riesgo de tipo de cambio*, que mide las pérdidas, o menores beneficios, que pueden originar variaciones en el tipo de cambio de la moneda nacional frente a la moneda en la que están denominados los distintos activos y pasivos (45). En este caso, *la posición* frente a una moneda se considera *larga* cuando, para una determinada fecha, el importe de los activos supera al de los pasivos, en ambos casos denominados en ella, y *corta*, en caso contrario. Es evidente que con una posición larga respecto a una moneda, una elevación del tipo de cambio de la moneda nacional frente a ella (depreciación de la moneda extranjera), producirá una disminución de beneficios, y un aumento si la posición fuese corta.

La tercera forma del riesgo de mercado que va a ser considerada, se refiere a las posibles pérdidas originadas por variaciones en el precio de

(42) Obsérvese que cuando lo que altera el precio de mercado del instrumento financiero es la insolvencia de su emisor, estamos ante el denominado riesgo de crédito.

(43) De ahí que también se denomine riesgo de posición. Con posiciones cerradas, se producen pérdidas latentes que pueden llegar a materializarse si, por cualquier motivo, se vende el activo o amortiza el pasivo, reabriendo la posición.

(44) Por ejemplo, si con una *posición larga* se elevan los tipos de interés, cuando vence el pasivo caben dos alternativas, que, con mercados perfectos, suponen la misma disminución de beneficios. La primera es renovar la fuente de financiación, emitiendo un pasivo con plazo igual a la vida residual del activo, que tendrá un coste más alto al haberse elevado los tipos de interés. La segunda es vender el activo, cuyo precio habrá disminuido por la misma causa. Con una *posición corta*, ante una elevación de los tipos de interés, las dos posibilidades abiertas cuando vence el activo son: adquirir uno nuevo, que será más rentable, o, si ello es posible, amortizar anticipadamente el pasivo, mediante su adquisición a un precio que ahora habrá disminuido.

(45) Pese a que es indudable la relación entre las variaciones de los tipos de interés, del tipo de cambio, y de las cotizaciones bursátiles, habitualmente suelen tratarse por separado los riesgos que implican.

los *valores de renta variable*. Es evidente que si estas variaciones se deben únicamente a modificaciones de los tipos de interés, se tratará del primer caso de los antes mencionados. Sin embargo, las cotizaciones de esta clase de valores dependen de un conjunto de factores mucho más amplios, entre los que destaca la solvencia de su emisor, que incluye su capacidad de generar beneficios, que normalmente no influyen en el precio de mercado del pasivo con el que se financia la inversión. Se trata, por tanto, de una forma de riesgo de mercado heterogénea respecto a las anteriores.

Frente a todas estas formas de riesgo de mercado, el *procedimiento de cobertura* es el mismo: realizar operaciones que contribuyan a disminuir la exposición al riesgo, es decir, compraventas a plazo o adquisición o emisión de opciones, de forma que las posiciones abiertas previas se cierren total o parcialmente. Dicho con otras palabras, el procedimiento de cobertura consiste en asegurar hoy el precio de las operaciones financieras, activas o pasivas, que van a tener que realizarse en el futuro. Por ello, la perfección de la cobertura será tanto mayor cuanto más exactamente coincidan para la posición abierta y para la operación de cobertura: a) los importes, b) las fechas y plazos, y c) la variabilidad del precio del instrumento financiero en el que se registra la posición abierta y del activo subyacente en la operación de cobertura, si no son el mismo. De ahí que, obviamente, siempre que se encuentre exactamente la contrapartida buscada, las operaciones «a medida» presenten el mayor grado de precisión en las coberturas.

Es evidente que, si el activo subyacente de la operación de cobertura no es el mismo que el que origina el riesgo, al menos los factores que influyen en la variabilidad del precio de ambos y en la magnitud de ésta, han de ser lo más similares que sea posible. De ahí que de las tres formas de riesgo de mercado citadas vayan a surgir, tras el proceso que luego se comenta, los tres mercados organizados de futuros y opciones financieros más importantes: sobre tipos de interés, sobre divisas y sobre valores o índices bursátiles.

La breve descripción realizada de los mecanismos de cobertura pone de manifiesto dos aspectos importantes. El primero es que la necesidad de cubrirse no deriva del volumen de operativa en los mercados, sino muy especialmente del volumen y estructura de las carteras y de la forma de financiarlas. El segundo es que, siempre que la magnitud y causas de la variabilidad de su precio sean similares, es decir, siempre que sus respectivos mercados estén suficientemente integrados, pueden realizarse operaciones de cobertura basadas en un activo subyacente para disminuir los riesgos derivados de posiciones abiertas en otros instrumentos diferentes. Esto explica la posibilidad de utilizar como subyacen-

tes activos nocionales, que no existen en la realidad, o cestas de activos, en las operaciones de cobertura.

a.2.2) *Especulación*

Al contrario que en las operaciones de cobertura, con las que disminuye el nivel de exposición al riesgo de mercado previamente existente, con las *operaciones especulativas* se asumen nuevos riesgos, es decir, se abren posiciones.

Siempre que, por problemas relativos a su propia solvencia, no perturben la marcha de los mercados, la actuación de especuladores dispuestos a asumir riesgos es indispensable para que puedan realizarse operaciones de cobertura con costes que no resulten prohibitivos. En gran parte, especulación y cobertura son las dos caras de una misma moneda, dado que, en definitiva, la función básica de los mercados a plazo es la de lograr una redistribución de riesgos lo más eficiente que sea posible entre agentes que desean desprenderse de ellos y agentes que, a cambio de una rentabilidad dada o en expectativa, desean adquirirlos.

Es evidente que cabe casar dos operaciones de cobertura (al igual que dos especulativas), pero es evidente también que, sin la presencia de especuladores, la posibilidad de encontrar contrapartida sería mucho más remota y que las oscilaciones de los precios serían mucho mayores en un teórico mercado al que sólo concurrieran agentes en busca de cobertura.

a.2.3) *Arbitraje*

Dado que las operaciones comentadas son «a medida» y no se negocian en mercados organizados, es lógico que el mercado presente numerosas imperfecciones que, teóricamente, podrían ser aprovechadas por los arbitrajistas. Como es sabido, una operación de *arbitraje* consiste en la compra y venta simultánea de un mismo instrumento financiero en diferentes mercados o diferentes segmentos de un mismo mercado, con el fin de obtener beneficios ciertos, aprovechando las imperfecciones del mercado y sin asumir riesgo. De ahí deriva la función básica que cumplen los arbitrajistas en todo mercado: contribuir a hacerlo más integrado, limando las imperfecciones que puedan producirse en la formación de precios.

a.2.4) *Información*

Es evidente, no obstante, que, en la práctica, la labor del arbitrajista se ve extraordinariamente dificultada en mercados no organizados y descentralizados, que no generan información, o lo hacen de forma excesivamente dispersa, y en los que resulta difícil encontrar contrapartida. En consecuencia, estos mercados a plazo «a medida» tampoco pueden cumplir adecuadamente otra de las funciones tradicionales de los mercados organizados de futuros y opciones: la de contribuir, a través de sus precios, a reducir los costes de captación, elaboración y difusión de la *información*, contribuyendo así a mejorar la asignación de recursos y, en definitiva, a elevar el bienestar.

b) *Evolución hacia los futuros y opciones*

Hasta llegar a los mercados organizados de futuros y opciones, la evolución de los mercados a plazo «a medida» constituye un proceso destinado, por una parte, a desarrollar de forma más eficiente las funciones económicas enumeradas en el apartado anterior, y, por otra, a reducir costes. Para ello, el procedimiento básico es mejorar la negociabilidad de las operaciones a plazo, incluidas las opciones, en mercados secundarios cada vez más organizados. Como ya se ha dicho, dosis relativamente elevadas de organización resultan incompatibles con una excesiva dispersión de la negociación. Por ello, la potenciación de la negociabilidad en el mercado secundario de ambos tipos de operaciones a plazo discurre por dos cauces paralelos: normalización, para concentrar la negociación en un número limitado de contratos, y reducción del riesgo de liquidación, para disminuir la fragilidad del mercado (46).

b.1) *Normalización*

b.1.1) *Del activo subyacente*

El proceso de normalización tiene varios frentes. El primero se refiere a la selección de *activo subyacente*. Dado que su proliferación obra en contra de la liquidez de los correspondientes contratos, se hace necesario seleccionar el menor número posible de activos subyacentes, siempre que su *variabilidad de precios* se ajuste suficientemente a la de las carteras cuyo riesgo de mercado se desee cubrir. Este proceso de selección, clave para el éxito del correspondiente mercado, conduce en ocasiones

(46) En estos mercados, se denomina «contrato» a una operación a plazo normalizada, negociable en un mercado secundario.

a diseñar activos subyacentes específicos, ya sean de características ideales fácilmente asumibles por los operadores (*activos nocionales*) o contruidos por procedimientos más o menos técnicos a partir de un conjunto de activos realmente existentes (*activos cesta* y *activos índice*). Lógicamente, si los activos subyacentes no existen en la realidad y se opta por la liquidación con entrega, es preciso establecer *coeficientes de equivalencia* con una serie de instrumentos realmente existentes (valores entregables).

Por otra parte, son evidentes las ventajas de seleccionar activos subyacentes o valores entregables con mercados al contado de suficiente profundidad y liquidez como para, en la medida de lo posible, asegurar la *disponibilidad* de activos e imposibilitar la *manipulación* de precios.

Finalmente, otra característica importante para seleccionar el activo subyacente es que incorpore el menor *riesgo de crédito* posible, por lo que, caso de no poder contar con emisores de primera fila, se suele optar por la liquidación por diferencias (47).

b.1.2) De cantidades

El segundo elemento que es preciso normalizar es la *cantidad*, es decir, hacer que cada contrato se refiera a un mismo número de activos subyacentes. Es un aspecto poco problemático, en el que en todo el mundo se ha optado por cantidades relativamente homogéneas y elevadas.

b.1.3) De vencimientos

El tercer elemento es la normalización de *vencimientos*, también para evitar una dispersión de contratos excesiva. Habitualmente, el plazo no se extiende más allá de un año, procediendo a emitir nuevos contratos a medida que los que están en circulación van llegando a su vencimiento. Estos vencimientos se producen mensual o trimestralmente, según el tamaño del mercado y, normalmente, en una misma fecha, siendo frecuente el tercer miércoles del mes, si es día hábil.

b.1.4) De precio de ejecución (opciones)

Este precio, que es el único factor que concretan las partes contratantes en el caso de los futuros, está también normalizado en el caso de

(47) Es el caso, por ejemplo, de futuros y opciones sobre un préstamo interbancario a tres meses, que se liquidan por diferencias, al igual que los FRAs.

las opciones, en las que únicamente queda por concretar la prima pagada en la compraventa de la opción.

Con el proceso de normalización descrito, los contratos con igual activo subyacente, cantidad y vencimiento, pueden ser objeto de procedimientos de cotización y negociación fluidos y transparentes, que den lugar a una formación eficiente de precios, al concentrar un mayor número de ofertas y demandas tanto en su mercado primario como en el secundario.

No obstante, en relación al mercado secundario, debe tenerse en cuenta que sólo hay una posibilidad para cerrar la posición abierta por una operación a plazo: venderla, ya sea a la contrapartida de dicha operación a plazo o a un tercero, si se encuentra. En ambos casos, el precio de la venta, que puede ser negativo, representa la materialización de los riesgos asumidos, que quedan extinguidos. Si, por el contrario, se decide adoptar una posición inversa (por ejemplo, partiendo de una posición compradora adoptar una posición vendedora para igual número de contratos y el mismo vencimiento), el riesgo de mercado habrá desaparecido (al quedar materializado en el beneficio o pérdida que suponga la diferencia de precios pactados en las dos operaciones), pero al riesgo de liquidación de la operación inicial se habrá añadido el de la de cobertura.

Por tanto, el último impedimento para que la negociación de los contratos a plazo extinga sus riesgos es la existencia de un riesgo de liquidación, variable en función de la solvencia de la otra parte.

b.2) Mecanismos de garantía

Para superarlo, surgen los mercados organizados de futuros y opciones con *cámaras de compensación*, que, entre otras funciones, asumen la de interponerse entre las partes, *ofreciendo contrapartida* a ambas. De esta forma, una vez contratada cada operación, al registrarla la cámara, ésta pasa a actuar como comprador frente al vendedor y a la inversa, con lo que el riesgo de liquidación de cada una de las partes pasa a ser frente a ella. Por tanto, ahora, el riesgo de liquidación de cada contrato pasa a ser idéntico, con lo que desaparece el problema de seleccionar la contrapartida. Esto permite, por un lado, que la negociación puede incluso ser anónima y, por otro, que adoptando una posición inversa se extingan los riesgos de la inicial.

Por su parte, la cámara asume los riesgos de liquidación frente a ambas partes, adoptando una posición simétrica, es decir, que para cada contrato comprador o vendedor existe siempre un contrato vendedor o comprador, con igual importe y vencimiento, que lo compensa. Esto equivale a que la cámara asume el riesgo de liquidación de cada contrato pe-

ro no el de mercado, que permanece íntegramente en cada una de las partes.

Además de idéntico, conviene que el riesgo de contrapartida sea lo más bajo posible, para lo que es preciso fortalecer la solvencia de la cámara, actuando a diferentes niveles. El primero, aunque es la fuente última de solvencia, lo constituyen los *recursos propios de la cámara*, capital y reservas acumuladas, a los que sólo se recurre cuando fracasan los restantes medios. El siguiente nivel lo constituyen *las cuotas o fianzas*, fijas o variables en función del volumen de negociación, que la cámara suele imponer como una de las *barreras de entrada* para acceder a la condición de miembro, negociador o liquidador, del mercado.

Puesto que el riesgo de mercado deriva del mantenimiento de posiciones abiertas, otro mecanismo para potenciar la seguridad del mercado es *limitar*, en términos absolutos o relativos, el volumen máximo de dichas posiciones para las diferentes clases de miembros y para los clientes de éstos.

Sin embargo, el principal medio con el que cuenta la cámara para cubrir el riesgo que asume, es exigir a los participantes en el mercado, sean miembros o no, *depósitos en garantía* por un importe equivalente al del riesgo de liquidación asumido frente a ellos. Es evidente que la existencia de estos depósitos encarece el mercado, por lo que es preciso calcular cuál debe ser el importe mínimo compatible con el cumplimiento de su función. Para ello, se procede a *actualizar diariamente su importe*.

El criterio básico es que el importe de los depósitos de cada participante cubra el máximo de pérdidas que, si no hace frente a sus compromisos, puede ocasionarle a la cámara. El primer paso es saber cuánto es el *tiempo de reacción* de la cámara, es decir, cuánto tiempo transcurre desde que la cámara conoce el incumplimiento o insolvencia de la otra parte hasta que puede cerrar sus posiciones. El segundo paso es calcular, en función de la experiencia pasada, la variabilidad máxima del precio del contrato durante el tiempo de reacción. Para reforzar la eficacia de este cálculo, es frecuente que las cámaras de compensación limiten la *variación máxima de precios* que puede producirse en un día; si este límite se sobrepasa, se cierra el mercado y no se reabre hasta que se han actualizado las garantías.

En función de estos cálculos, se establece la cuantía de la garantía inicial que es necesario depositar para que la cámara registre y asuma una operación. Posteriormente, se procede a actualizar diariamente este importe comparando el precio del contrato con el vigente al final de cada sesión. Se procede entonces a disminuir el depósito de la parte que ha resultado favorecida por la evolución de los precios, es decir, de la parte

para la que ha disminuido el riesgo de que la cámara experimente pérdidas si necesita cerrar sus posiciones. Por el contrario, se reclama que incrementalmente su depósito la parte que está resultando perdedora; si no lo hace, comienza a contar el tiempo de reacción.

b.3) Resultados

El doble proceso de normalización y de reforzamiento de garantías ha conducido a un conjunto de prácticas, relativamente homogéneas, para todos los mercados organizados de futuros y opciones. Las principales diferencias entre éstos y las operaciones a plazo, compraventas u opciones sin normalizar, pueden resumirse en tres apartados:

1. Los contratos a plazo son operaciones «*a medida*», mientras que, en el caso de los futuros, todos los elementos están *normalizados*, salvo el precio a plazo, y, en el caso de las opciones, el único elemento no normalizado, y por tanto el único objeto de la negociación, es la prima que debe pagar el comprador de la opción y percibir el vendedor.
2. La negociación de los futuros y opciones se realiza en *mercados centralizados altamente organizados*, normalmente con rigurosas barreras de entrada, con centralización de órdenes (ya sea en corros o mediante sistemas informáticos) y con altos niveles de transparencia. En el caso de las operaciones a plazo, la negociación se realiza en *mercados descentralizados y no organizados*, generalmente por teléfono.
3. El registro y la liquidación de los contratos de futuros y opciones corre a cargo de una *cámara de compensación* que, una vez acordada la operación y fijados sus elementos variables entre el comprador y el vendedor, se convierte en la parte contraria de cada uno de ellos. De esta forma, el acuerdo entre comprador y vendedor se desdobra en dos acuerdos con la cámara de idénticas condiciones pero de signo contrario: uno de compra y otro de venta. La cámara de compensación hace frente al riesgo de contrapartida que asume, entre otros medios, recibiendo depósitos en garantía cuya cuantía se actualiza diariamente. Llegada la fecha del vencimiento, la cámara liquida, directa o indirectamente, con cada una de las partes por separado los contratos que permanezcan abiertos. Por el contrario, las operaciones a medida son bilaterales, manteniéndose la relación entre las partes contratantes hasta su vencimiento, por lo que entrañan un *riesgo de contrapartida* variable, que sólo puede atenuarse mediante la mutua provisión de garantías.

V.3.2. Antecedentes en España

La primera regulación de los mercados organizados de futuros y opciones surge en marzo de 1989, con unas características que derivan de dos hechos. El primero es la constitución de importantes carteras de deuda pública, cuyos tenedores demandaban instrumentos adecuados para la cobertura del riesgo de mercado en el que se veían incursos. El segundo son las limitaciones legislativas vigentes en ese momento, básicamente la falta de desarrollo reglamentario de la Ley del Mercado de Valores, que impedía abordar el tema con globalidad, y la prohibición, hasta entonces, de que los clientes pudieran operar a plazo en el mercado secundario de deuda anotada.

Al regular estas últimas operaciones, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera optó por un criterio restrictivo, estableciendo la triple limitación, de que la contrapartida fuese una entidad gestora con capacidad plena, de que el importe mínimo de cada operación fuese de cien millones de pesetas y de que los modelos de contratos utilizados y el comienzo de esta operatoria fuesen aprobados por el Banco de España. Se buscaba con ello que, salvo los grandes inversores institucionales, el resto de los particulares operasen a plazo en los mercados secundarios organizados de futuros y opciones.

A la espera del desarrollo reglamentario de la Ley del Mercado de Valores en este tema, los nuevos mercados tuvieron que comenzar operando con la deuda del Estado como único subyacente. De esta forma surgen, bajo la supervisión del Banco de España, en noviembre de 1989, el mercado de opciones, regido por Options Market Ibérica (OMIb), y, en marzo de 1990, el mercado de futuros, regido por Mercado de Futuros Financieros, S.A. (MEFFSA).

Con una modificación introducida en la Ley del Mercado de Valores por la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1990, aparecieron en nuestro ordenamiento los mercados secundarios organizados no oficiales, cuya autorización corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda. Tanto OMIb como MEFFSA se acogieron a esta normativa, con lo que dejaron de ser mercados derivados de deuda del Estado anotada exclusivamente. Con ello, a la vez que formalmente pasaban a estar supervisados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, pudieron utilizar como activo subyacente, primero préstamos interbancarios a tres meses, y luego divisas.

Tras la publicación, en 1991, del Real Decreto regulador de los *mercados oficiales* de futuros y opciones, la especialización inicial —opciones en OMIb, futuros en MEFFSA— se quiebra con la fusión de las sociedades anónimas rectoras de ambos mercados. De esta forma, bajo la

denominación común de MEFFSA, el mercado con sede en Madrid pasa a especializarse en futuros y opciones sobre renta variable, mientras que el de Barcelona pasa a acoger la negociación de futuros y opciones sobre tipos de interés y sobre divisas.

V.3.3. Regulación

La regulación vigente se centra en los futuros y opciones financieros, si bien está previsto, con las modificaciones que sean necesarias, aplicarlo a futuros y opciones que utilicen activos subyacentes que no sean instrumentos financieros. La concesión de la preceptiva autorización administrativa corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que actuará, asimismo, como supervisora.

Como *organismo rector*, cada mercado contará con una sociedad rectora, que, además de organizar la cotización y negociación, asume también las funciones de registro, interposición entre las partes, compensación, liquidación y difusión de la información. El capital mínimo de esta sociedad rectora debe ser de 1.500 millones de pesetas y estar representado mediante acciones nominativas. Todos los miembros del mercado pueden ser accionistas, en la forma que establezcan los estatutos de la sociedad.

El *funcionamiento* global del mercado debe estar regido por su *Reglamento* específico, que debe regular, al menos, las características y funciones de los miembros del mercado; derechos y obligaciones de los restantes participantes; procedimientos de cotización, negociación, liquidación y de resolución de sus incidencias; establecimiento y actualización de garantías; normas disciplinarias y comisiones aplicables. Asimismo, debe incorporar, como anexo, las características concretas de cada uno de los *contratos normalizados* admitidos a negociación.

Al tratarse, como los restantes mercados oficiales, de *mercados cerrados*, la regulación establece las características básicas de las diferentes clases de *miembros* (por cuenta propia y ajena, negociadores y liquidadores, creadores de mercado), que deben ser entidades financieras inscritas en registros oficiales.

Finalmente, el real decreto regulador de estos mercados se ocupa del régimen de *garantías*, estableciendo la obligatoriedad de constituir las y actualizarlas diariamente y fijando sus posibles formas de materialización.

V.3.4. Organización (48)

Los reglamentos de los dos mercados de futuros y opciones financieras existentes se ajustan a las características básicas de estos mercados en todo el mundo, tratados en el apartado V.3.2, y a la normativa comentada en el apartado anterior. No obstante, presentan entre sí algunas diferencias significativas que conviene mencionar. La primera se produce en el tema de las *clases de miembros*.

En el caso del mercado de futuros y opciones sobre renta variable no existen miembros liquidadores, función que es asumida directamente por la cámara de compensación. Por lo tanto, una vez negociado y registrado el contrato, lo que exige la constitución del depósito en garantía inicial, cesan las obligaciones de los miembros negociadores que han operado por cuenta ajena, aunque lógicamente permanezcan vivos los derechos y obligaciones resultantes de las posiciones propias que eventualmente mantenga abiertas. Existen tres clases de miembros negociadores: intermediarios, creadores de mercado y participantes individuales. Los primeros pueden actuar tanto por cuenta propia como por cuenta ajena; los creadores de mercado y participantes individuales pueden actuar únicamente por cuenta propia, teniendo aquéllos la obligación de cotizar continuamente precios de compra y venta a cambio de pagar comisiones inferiores a las del resto de los miembros.

Por el contrario, el mercado de Barcelona tiene dos clases de miembros: los negociadores, que como su nombre indica sólo negocian, y los liquidadores, que, además, pueden compensar y liquidar contratos. Estos últimos son de tres tipos: «por cuenta propia», que no están autorizados a actuar por cuenta ajena; «simples», que pueden operar y liquidar por cuenta propia y de sus clientes, y «plenos», que, además, liquidan por cuenta de miembros no liquidadores.

La segunda diferencia, consecuencia de la primera, se refiere a las *garantías*. La existencia en el mercado de Barcelona de miembros liquidadores lleva a que a éstos, además de un depósito fijo en garantía, se les exija mantener otro variable, de cuantía actualizable diariamente en función de las posiciones propias y del neto de las posiciones agregadas de sus clientes. A su vez, los miembros liquidadores tienen la obligación de exigir a cada uno de sus clientes depósitos en garantía variables, en cuantía no inferior a la exigida a ellos por la sociedad rectora.

Finalmente, hay que mencionar que, en el mercado con sede en Madrid, la *negociación* puede ser telefónica o electrónica, mientras que en el de Barcelona es únicamente electrónica.

(48) Como ampliación de este apartado, véase Soledad Núñez, «Los mercados derivados de deuda pública en España: marco institucional y funcionamiento», Servicio de Estudios del Banco de España, Documento de Trabajo nº 9109.

V.3.5. Contratos negociados

Los contratos que actualmente se negocian son los mencionados en el apartado siguiente, al tratar de la evolución de la contratación. No obstante, en este epígrafe se ha preferido comentar las características básicas tanto de los contratos actualmente negociados como de aquellos cuya introducción es inmediata, con el fin de dar una visión global de las posibilidades que ofrecen estos mercados.

a) *Futuros y opciones sobre renta variable*

Se utiliza como *activo subyacente* un instrumento financiero notional, cuyo precio, a 29 de diciembre de 1989, era 3.000 PTA, y que, desde entonces, varía con un índice, denominado IBEX-35, que pretende ser un indicador del comportamiento del mercado de acciones español. Está compuesto por los 35 valores que, durante el denominado período de control, han contado en bolsa con la mayor liquidez en pesetas efectivas, una vez descontado el volumen de operaciones especiales que conlleven un cambio en el accionariado estable de una sociedad (49).

Todas las acciones que integran el índice se hacen públicas y deben cotizar en el mercado continuo. Se excluyen aquellas: a) cuyo volumen de negociación haya sido contratado en gran parte por un solo miembro de bolsa, o se haya realizado en pocas transacciones o durante un período de tiempo poco representativo; b) cuyo volumen negociado descienda hasta tal punto que esté afectando gravemente la liquidez del valor; c) que sean retiradas de la cotización y negociación bursátil por un período de tiempo significativo (50).

Para las diferentes acciones incluidas en el índice, cuya ponderación depende del número de las emitidas, se toma cada día como precio aquel al que se ha realizado la última transacción en el Sistema de Interconexión Bursátil. Lógicamente, están previstos ajustes en caso de ampliaciones de capital, emisión de obligaciones convertibles, variación del nominal, absorciones, etc.

El *nominal del contrato* es igual al índice IBEX-35 multiplicado por cien pesetas, y las *fechas de vencimiento*, tras las que se *liquida por di-*

(49) Como período de control para los valores incluidos en el índice durante cada semestre natural se considera un intervalo de seis meses, que se inicia el séptimo mes anterior al de comienzo del semestre natural. Por ejemplo, el período de control para el segundo semestre de un año cualquiera, son los seis meses comprendidos entre diciembre del año anterior y mayo de ese mismo año.

(50) También hay normas especiales para las acciones que sean objeto de una oferta pública de adquisición (OPA).

ferencias, son el tercer viernes de cada mes. En el caso de las opciones, se negocian en todo momento, al menos, los tres vencimientos más próximos.

Tanto el precio de los futuros como la prima de las opciones *cotizan* en puntos enteros del índice, con fluctuación mínima de un punto, equivalente a cien pesetas. No existen limitaciones a las fluctuaciones máximas.

La *actualización* diaria de los depósitos en garantía se realiza en función de la posición global en futuros y opciones, calculada a partir de la comparación entre el precio contratado (en su caso, actualizado por anteriores liquidaciones diarias) con el precio de liquidación diaria, que es la media aritmética de los mejores precios de compra y de venta al cierre del mercado.

b) Futuros sobre un bono nocional a tres o a cinco años

El *activo subyacente* es un bono nocional, teóricamente emitido a la par en el día del vencimiento del contrato de futuro, con un plazo de amortización de tres años, en un caso, y de cinco, en otro, un cupón anual del 10 %, pagadero por semestres vencidos, y un valor nominal de diez millones de pesetas.

Estos dos tipos de contratos *cotizan* en porcentaje del nominal, hasta la centésima de unidad. La fluctuación mínima es de una centésima del 1 % del nominal, es decir, de mil pesetas, y está previsto, en circunstancias especiales, establecer límites a la fluctuación máxima respecto al precio de cierre del día anterior.

La *actualización* diaria de los depósitos en garantía se realiza comparando el precio contratado (actualizado, en su caso, por anteriores liquidaciones diarias) con el precio de liquidación diaria, calculado de la siguiente forma:

- a) Para el vencimiento más próximo, es la media, ponderada por sus correspondientes volúmenes, de los doce últimos precios a los que se hayan realizado operaciones. El precio resultante se redondea a la centésima de punto porcentual más próxima.
- b) Para el resto de los vencimientos, es la media, ponderada por sus correspondientes volúmenes, de los seis últimos precios a los que se hayan realizado operaciones, redondeando a la centésima de punto porcentual más próxima.
- c) Si el número de operaciones realizadas para un vencimiento no alcanza al doble de las cantidades establecidas en los apartados

a) y b) anteriores, el precio al cierre es el que resulte de la media entre el mejor precio de oferta y el mejor precio de demanda al cierre, y si no existen o falta uno de ellos, se toma el precio de cierre de la sesión anterior.

Las *fechas de vencimiento* son el tercer miércoles de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre. Tras ellos, la *liquidación* se realiza mediante el intercambio de valores por efectivo. Para cada vencimiento, MEFFSA establece, entre las emisiones vivas de bonos del Estado con más de un año de vida residual, qué valores son entregables, y el vendedor elige de entre ellos la emisión que prefiere entregar. El importe efectivo a pagar por el comprador se fija multiplicando el último precio de liquidación diaria por el factor de conversión, calculado por MEFFSA, del bono que va a recibir, y sumando luego el importe de su cupón corrido.

c) *Futuros sobre intereses de un depósito interbancario a 90 días*

Su *activo subyacente* es el interés devengado por un depósito interbancario, teóricamente constituido el día del vencimiento del contrato de futuro, por un período de noventa días, y un importe de diez millones de pesetas.

Para la *cotización* del tipo de interés se utiliza un índice formado restando de la base 100.00 el tipo de interés que se desea para el teórico depósito, expresado en porcentaje anual, en base a 360 días y con dos decimales. La fluctuación mínima del precio es la que corresponda a una fluctuación de una centésima de punto porcentual del índice, que tiene un valor de doscientas cincuenta pesetas para el interés a noventa días. Está previsto el establecimiento de fluctuación máxima, en circunstancias excepcionales.

A su vencimiento, el contrato se *liquida por diferencias*. El precio se fija del siguiente modo: se resta de la base 100.00 el tipo de interés a tres meses, redondeado a dos decimales, que se haga público a través de la hoja FRRF de REUTERS bajo el epígrafe «Tipos para la liquidación de FRAs y SWAPS, el día del vencimiento». En caso de que, por cualquier circunstancia, el referido tipo de interés no se haga público, MEFFSA determina un tipo de interés de liquidación al vencimiento, siguiendo un procedimiento análogo al utilizado para establecer los tipos antes citados (51).

Las restantes características son análogas a las mencionadas en el apartado b).

(51) Este tema se comenta más adelante al tratar el mercado de FRAs.

d) *Futuros sobre el tipo de cambio peseta/dólar USA y sobre el tipo de cambio peseta/marco RFA*

El *activo subyacente* es la compra a plazo de 100.000 dólares USA, en el primer caso, y de 125.000 marcos alemanes, en el segundo, en ambos casos contra pesetas.

La *cotización* se expresa en pesetas por un dólar o por un marco, respectivamente. La fluctuación mínima del precio es la que corresponde a un céntimo de peseta, equivalente, dado el nominal de los contratos, a 1.000 y a 1.250 PTA, respectivamente. Está previsto establecer fluctuaciones máximas para un día de negociación.

A su vencimiento, el contrato se *liquida por diferencias*, en pesetas. A los efectos de la liquidación al vencimiento, el precio de liquidación se fija tomando el tipo de cambio base (fixing) obtenido por el Banco de España, correspondiente al último día de negociación. En caso de que, por cualquier circunstancia, el referido tipo de cambio no se pudiera hacer público por el Banco de España, MEFFSA determinaría un tipo de cambio de liquidación al vencimiento, siguiendo un procedimiento análogo al utilizado por el Banco de España (52)

Los *depósitos en garantía mínimos para clientes*, en función de sus posiciones abiertas son: en el caso del dólar, 300.000 PTA, y, en el del marco, 225.000 PTA. Cuando el cliente tenga abierta una posición en un vencimiento, compensada por otra de signo inverso en otro vencimiento, el depósito será de 75.000 PTA, en el caso del dólar, y de 55.000 PTA, en el del marco.

e) *Opciones sobre el futuro «bono nocional a tres años», sobre el futuro «bono nocional a cinco años» y sobre el futuro «intereses de un depósito interbancario a noventa días»*

En las tres clases de opciones, el *activo subyacente* es el futuro correspondiente, descrito en página anteriores.

Se trata de «*opciones americanas*», que el comprador puede ejercer en cualquier momento desde su adquisición hasta la fecha límite establecida. Esta coincide con la fecha de vencimiento de los activos subyacentes, es decir, cada clase de opción expira el tercer miércoles de marzo, junio, septiembre y diciembre.

El precio de la prima *cotiza* en puntos, cuyo valor es de 1.000 PTA. Un punto es también la fluctuación mínima, no estando previsto estable-

(52) Este tema se comenta más adelante, al tratar del mercado de divisas.

cer límite a la fluctuación máxima, salvo en condiciones excepcionales. Como mínimo, cotizarán en todo momento opciones de los dos próximos vencimientos. De cada una de estas clases cotizarán al menos cinco series, es decir, opciones con cinco precios de ejercicio diferentes.

Del *ejercicio* de una opción de compra (de venta) su tenedor obtiene una posición compradora (vendedora) en el futuro utilizado como activo subyacente a un precio igual al de ejercicio de la opción. Lógicamente, el emisor de la opción ejercida debe vender (comprar) dicho futuro al precio de ejercicio.

V.3.6. Evolución de la negociación

Los cuadros V.22 y V.23 recogen la evolución de la negociación en los mercados organizados de futuros y opciones financieras. Las cifras están expresadas en miles de contratos, por lo que, para su traducción a pesetas, hay que tener en cuenta el importe nominal de cada contrato.

Comenzando por los *futuros* (cuadro V.22), la media mensual de los contratos negociados se sitúa en los últimos meses en torno a cien mil. De ellos, más de la mitad corresponden a futuros sobre tipos de interés de depósitos interbancarios a tres meses (Mibor, en el cuadro), seguidos de cerca por los futuros sobre el bono nocial a tres años. Por ahora, la negociación con los restantes futuros es muy escasa.

Lógicamente, con la negociación de estos contratos pueden tanto abrirse posiciones como cerrarse, en este último caso, cuando se realiza una operación de sentido contrario (venta o compra) a otra previa (compra o venta). Las cifras referentes a las posiciones que permanecen abiertas, registradas en las columnas 7 a 12, ponen de manifiesto que, como es habitual en estos mercados, un gran número de posiciones se cancelan antes del vencimiento, fecha a la que llegan vivos relativamente pocos contratos (53). Un análisis basado en datos más pormenorizados de los que recoge el cuadro pone de manifiesto que en el mercado están presentes las tres formas clásicas de actuación: cobertura, especulación y arbitraje (54).

Pasando a las *opciones* (cuadro V.23), la mayor complejidad de su manejo es la principal causa de que, pese al crecimiento prácticamente

(53) Téngase en cuenta que las cifras correspondientes a operaciones realizadas recogen la negociación de un solo mes, mientras que el número de posiciones abiertas resulta tanto de la negociación en dicho mes como de la registrada en meses anteriores con contratos que no han llegado a su vencimiento.

(54) A este respecto, véase el trabajo, antes citado, de Soledad Núñez.

V.22. FUTUROS FINANCIEROS

Miles de contratos

		Operaciones realizadas						Posiciones abiertas					
		Bonos nacionales			Divisas			Bonos nacionales			Divisas		
		Total			Mibor			Total			Mibor		
		A 3 años	A 5 años		Dólar	Marco	A 3 años	A 5 años		Dólar	Marco		
		1=2 a 6	2	3	4	5	6	7=8 a 12	8	9	10	11	12
1990	ENE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	FEB	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	MAR	5,7	5,7	-	-	-	-	0,6	0,6	-	-	-	-
	ABR	10,9	10,9	-	-	-	-	4,0	4,0	-	-	-	-
	MAY	11,4	11,4	-	-	-	-	7,1	7,1	-	-	-	-
	JUN	18,6	18,6	-	-	-	-	5,9	5,9	-	-	-	-
	JUL	23,4	23,4	-	-	-	-	11,5	11,5	-	-	-	-
	AGO	21,6	21,6	-	-	-	-	10,4	10,4	-	-	-	-
	SEP	22,5	22,5	-	-	-	-	6,9	6,9	-	-	-	-
	OCT	27,9	26,0	-	1,9	-	-	7,2	6,0	-	1,2	-	-
	NOV	20,5	13,0	-	7,5	-	-	8,4	5,5	-	2,9	-	-
	DIC	19,7	13,0	-	6,7	-	-	5,7	3,4	-	2,3	-	-
1991	ENE	25,1	17,5	-	7,6	-	-	9,0	5,6	-	3,4	-	-
	FEB	55,0	33,5	-	21,5	-	-	12,7	8,1	-	4,6	-	-
	MAR	62,9	39,0	-	23,9	-	-	11,9	7,3	-	4,6	-	-
	ABR	97,6	56,5	1,6	39,5	-	-	20,5	11,5	0,4	8,6	-	-
	MAY	106,1	42,8	14,5	48,8	-	-	25,9	13,4	2,9	9,6	-	-
	JUN	104,0	51,4	11,0	41,6	-	-	20,6	8,9	3,5	8,2	-	-
	JUL	64,2	25,3	4,0	34,9	-	-	22,5	9,3	3,4	9,8	-	-
	AGO	71,0	34,2	5,8	31,0	-	-	22,1	9,0	2,9	10,2	-	-
	SEP	65,4	30,5	4,8	28,9	0,3	0,9	15,5	5,7	0,8	8,8	-	0,2
	OCT	103,6	42,2	3,3	53,1	1,1	3,9	21,9	9,0	0,8	11,2	0,1	0,8
	NOV	110,0	47,2	1,4	57,6	1,4	2,4	27,4	9,6	0,9	16,2	0,3	0,4

V.23. OPCIONES FINANCIERAS

Miles de contratos

	Operaciones realizadas										Posiciones abiertas									
	Bonos nacionales							Mibor			Bonos nacionales							Mibor		
	Total	A 3 años		A 5 años			Total	De compra	De venta	Total	A 3 años		A 5 años			Total	De compra	De venta		
		Total	De compra	De venta	Total	De compra					De venta	Total	De compra	De venta	Total				De compra	De venta
	1=2+5+8	2=3+4	3	4	5=6+7	6	7	8=9+10	9	10	11=12+15+18	12=13+14	13	14	15=16+17	16	17	18=19+20	19	20
1990 ENE	1,1	1,1	0,7	0,3	-	-	-	-	-	-	1,0	1,0	0,6	0,4	-	-	-	-	-	-
FEB	1,9	1,9	1,0	0,9	-	-	-	-	-	-	3,4	3,4	1,7	1,7	-	-	-	-	-	-
MAR	2,5	2,5	1,3	1,1	-	-	-	-	-	-	2,3	2,3	1,2	1,1	-	-	-	-	-	-
ABR	2,4	2,4	0,9	1,5	-	-	-	-	-	-	2,9	2,9	1,4	1,5	-	-	-	-	-	-
MAY	6,3	6,3	4,0	2,2	-	-	-	-	-	-	6,1	6,1	3,7	2,4	-	-	-	-	-	-
JUN	7,9	7,9	5,3	2,6	-	-	-	-	-	-	5,5	5,5	3,2	2,3	-	-	-	-	-	-
JUL	3,9	3,9	2,5	1,4	-	-	-	-	-	-	7,3	7,3	4,3	3,0	-	-	-	-	-	-
AGO	8,7	8,7	5,1	3,6	-	-	-	-	-	-	9,1	9,1	5,8	3,2	-	-	-	-	-	-
SEP	8,3	8,3	4,9	3,4	-	-	-	-	-	-	8,8	8,8	5,3	3,6	-	-	-	-	-	-
OCT	20,1	18,3	9,7	8,6	-	-	-	1,8	1,4	0,4	19,5	18,1	9,1	9,0	-	-	-	1,4	1,1	0,3
NOV	14,2	13,1	6,9	6,2	-	-	-	1,1	0,8	0,3	24,4	22,8	11,8	11,0	-	-	-	1,6	1,2	0,4
DIC	12,4	10,7	5,8	4,8	-	-	-	1,7	1,3	0,4	10,5	9,1	4,7	4,4	-	-	-	1,4	1,3	0,1
1990 ENE	20,1	18,0	10,4	7,7	-	-	-	2,1	0,8	1,2	16,1	13,6	7,6	6,0	-	-	-	2,5	1,4	1,1
FEB	39,4	36,9	21,0	15,9	-	-	-	2,5	1,3	1,2	29,1	24,9	13,7	11,3	-	-	-	4,2	2,0	2,2
MAR	42,2	38,2	26,9	11,3	-	-	-	4,0	2,0	1,9	27,7	21,9	13,4	8,5	-	-	-	5,8	2,9	3,0
ABR	36,3	31,7	19,5	12,3	-	-	-	4,6	3,6	1,1	37,9	29,2	17,2	12,0	-	-	-	8,7	5,2	3,5
MAY	53,6	41,3	28,9	12,4	-	-	-	12,3	8,0	4,2	54,1	38,4	21,1	17,3	-	-	-	15,7	8,7	7,0
JUN	52,0	39,9	25,7	14,2	-	-	-	12,1	8,2	3,8	42,1	26,1	16,4	9,7	-	-	-	16,0	8,6	7,4
JUL	61,7	50,2	29,3	21,0	6,9	4,1	2,8	4,6	0,6	4,0	59,5	39,1	24,7	14,3	2,3	1,7	0,6	18,1	9,1	9,0
AGO	53,8	48,7	27,2	21,5	1,9	1,4	0,5	3,2	2,2	0,9	65,8	45,2	28,4	16,8	2,0	1,3	0,7	18,6	10,1	8,6
SEP	52,8	44,5	30,5	13,9	1,0	0,9	0,1	7,3	5,0	2,3	30,6	22,9	14,6	8,2	0,6	0,5	0,1	7,1	5,5	2,8
OCT	68,0	57,4	33,3	24,1	3,1	2,7	0,4	7,5	2,8	4,8	49,0	37,0	22,0	15,0	2,8	2,5	0,3	9,2	5,9	3,3
NOV	40,5	35,0	19,8	15,2	2,1	1,8	0,3	3,4	1,5	1,8	62,8	48,8	30,7	18,1	3,6	3,1	0,5	10,4	6,9	3,5

ininterrumpido de su negociación, ésta se mantenga a niveles inferiores a la contratación de futuros. Destaca la importancia de las opciones sobre el bono nocional a 3 años, con clara preponderancia de las opciones de compra, mientras que las opciones basadas en tipos de interés de un depósito interbancario a tres meses (columnas 8 a 10) no acaban de consolidarse.

Por su parte, el volumen de contratos que permanece vivo (columnas 11 a 20) pone de manifiesto que el cierre de posiciones es mucho menos frecuente en este mercado que en el de futuros, lo que lleva a que en algunos meses el número de contratos vivos sea superior al de nuevos contratos realizados.

VI

MERCADOS NO OFICIALES

El concepto de «mercados secundarios organizados no oficiales de valores» no existía en la redacción inicial de la Ley del Mercado de Valores. Ello originaba que no hubiese ningún escalón intermedio entre los mercados no organizados ni sometidos a supervisión («over the counter» u «OTC» en la terminología anglosajona) y los altos niveles de organización exigidos a los mercados oficiales, tanto a los ya existentes —mercado de deuda pública anotada y bolsas de valores— como a los que, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, pudiera autorizar el Gobierno al amparo del artículo 59 de la mencionada Ley.

Como ya se ha comentado, con la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1990 se llenó este vacío, al modificar el artículo 77 de la Ley del Mercado de Valores previendo que el Ministerio de Economía y Hacienda pudiera autorizar los mencionados «mercados secundarios organizados no oficiales de valores», siempre que su organización fuera coherente con los principios básicos establecidos por la citada Ley para los mercados oficiales. Los mercados de futuros y opciones financieros fueron, como ya se ha dicho, los primeros que hicieron uso provisional de esta posibilidad.

Posteriormente, la única autorización para crear un mercado no oficial ha sido la concedida al mercado mayorista de renta fija privada regido por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF). Con ello, quedaba ultimado el marco institucional para el mercado español de renta fija.

VI.1. Antecedentes

Hasta la creación del mercado de deuda pública anotada, nunca había existido un mercado español de renta fija mínimamente eficiente en nuestra historia reciente. Las causas son varias.

Comenzando por la *deuda pública*, desde la guerra civil hasta 1977 no existieron emisiones a tipo de interés de mercado. El mecanismo básico inicial para financiar los déficit públicos, relativamente poco importantes, fue su monetización en el Banco de España, que se limitaba a proveer pasivamente la liquidez que le era demandada. Esta monetización se realizaba por dos cauces: uno directo, el recurso del Tesoro al Banco de España, y otro indirecto, la emisión de deuda a tipos de interés inferiores a los de mercado, que se colocaba administrativamente en las entidades, y que gozaba del derecho a su pignoración automática, es decir del derecho a conseguir automáticamente crédito del Banco de España a tipo de interés privilegiado y por un importe equivalente a cierto porcentaje, en torno al 85 %, de la deuda pública entregada en garantía.

La consecuencia lógica fue la práctica inexistencia de un mercado secundario, que, por imperativo legal, sólo podía ser bursátil. Sin experiencia reciente de los particulares en este tipo de inversiones y sin mercado secundario, hubieran sido absolutamente prohibitivos los costes en los que hubiera debido incurrir el Tesoro si hubiera optado por emisiones tradicionales para la financiación ortodoxa de los déficit públicos, fuertemente crecientes desde finales de la década de los setenta. Esto explica el fuerte recurso inicial del Tesoro al crédito del Banco de España.

Cuando, en 1983, se puso de manifiesto la incapacidad del Banco de España para financiar este recurso mediante la emisión de certificados de regulación monetaria a tipos de interés de mercado, al tiempo que se creó el coeficiente de pagarés del Tesoro y se elevó el de caja, se reconoció la incapacidad del mercado bursátil para albergar el mercado secundario de las fuertes emisiones previstas y se optó por el modelo organizativo ya visto al tratar del mercado de anotaciones en cuenta de deuda pública.

Para la *renta fija privada*, la situación de partida se caracterizaba, como ya se ha dicho, por el rígido intervencionismo impuesto en el mercado primario a través del desaparecido Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo, que llegaba a limitar el importe de las emisiones y a establecer su remuneración y calendario. Por su parte, la demanda estaba garantizada con el coeficiente de inversión de las cajas de ahorros, que llegó a absorber el 90 % de las emisiones privadas y que, lógicamente, impedía su movilización en el mercado secundario, por lo que éste nunca llegó a existir en la práctica.

En esta situación de penuria se produce la exclusión de los coeficientes de inversión de la renta fija privada, a favor de la pública; la crisis económica, que incrementa la demanda de liquidez por parte del público; y, pocos años después, la desaparición de las desgravaciones fiscales por inversión en renta fija. La consecuencia de estos factores es el es-

tancamiento de las emisiones a medio y largo plazo y su sustitución, en parte por financiación intermediada —mediante préstamos, sindicados o no, a tipo de interés variable— y en parte por emisiones a corto plazo, en particular, de letras de empresa. El mercado secundario de éstas, de ámbito bursátil, conoció un éxito, siempre en términos relativos, tan importante como efímero, desapareciendo al tiempo que las letras eran sustituidas por pagarés de empresa.

En este contexto se sitúa el nacimiento de AIAF. El mercado primario de pagarés de empresa conoció un rápido crecimiento, mientras que su mercado secundario, totalmente autorregulado, adoptó espontáneamente la estructura organizativa característica de los mercados mayoristas de especialistas, con lo que quedaba al margen de cualquier seguimiento estadístico y de cualquier control supervisor (1). Para solucionar este problema, desde 1986 el Banco de España impulsó la constitución de la AIAF, integrada por las entidades de crédito más importantes y destinada a proporcionar al incipiente mercado ciertas dosis de organización que permitieran fortalecer su seguridad jurídica y transparencia. Un paso decisivo para ello fue la creación de ESPACLEAR, sistema de registro, compensación y liquidación del mercado, que empezó a operar en junio de 1989 y cuyas características se comentan más adelante.

Paralelamente a la consolidación del mercado AIAF, se planteó cuál debería ser su ubicación dentro de las posibilidades ofrecidas por el desarrollo reglamentario de la Ley del Mercado de Valores, buscando el diseño institucional más eficiente para la renta fija privada en su conjunto. Para ello, existían como datos significativos:

- a) Las exclusivas de negociación establecidas en la Ley del Mercado de Valores para los mercados oficiales.
- b) El funcionamiento, satisfactorio en general, del mercado AIAF de mayoristas.
- c) La positiva experiencia del mercado secundario de deuda pública anotada, ya plenamente consolidado.
- d) La contrastada ineficiencia de nuestras bolsas, en especial para la negociación de renta fija, que, junto a las experiencias internacionales más eficientes, aconsejaba, como núcleo central para la negociación de la renta fija, un mercado descentralizado de especialistas que pudieran ofrecer contrapartida al segmento minorista del mercado.

(1) Los saldos vivos de pagarés de empresa están recogidos en el cuadro V.11, segunda columna.

Finalmente, la solución adoptada por AIAF fue optar por constituirse como un mercado secundario organizado no oficial, descentralizado y de tipo mayorista, en el que pudieran negociarse los valores de renta fija que cumplieran determinados requisitos y para los que su emisor solicitara la admisión a cotización (valores listados). Lógicamente, esto no excluye ni que los emisores que lo prefieran opten por el mercado bursátil como ámbito de negociación de sus valores, ni que existan acuerdos entre ambos mercados, similares al ya comentado entre el mercado de deuda pública anotada y las bolsas.

VI.2. Organización del mercado AIAF

VI.2.1. Organismo rector

El organismo rector del mercado es AIAF, integrada actualmente por 118 miembros, cuya composición institucional muestra el cuadro VI.1. Como tal organismo rector, sus funciones más importantes son la normalización de las características de los valores admitidos a cotización, la delimitación y definición de los miembros del mercado, determinación de los procedimientos de cotización, negociación, compensación y liquidación, y establecimiento de criterios para la formación y difusión de la información.

VI.1. MIEMBROS DE AIAF

1. Bancos	69
1.1. Privados	40
1.2. Oficiales	5
1.3. Extranjeros	24
2. Cajas de ahorros	22
3. Sociedades y agencias de valores	20
4. Sociedades mediadoras en el mercado de dinero	5
5. Otros	2
6. Total (1 a 5)	118

Fuente: AIAF.

VI.2.2. Valores admitidos a negociación

La admisión de valores a negociación es competencia del organismo rector del mercado, si bien, lógicamente, ha de mediar la solicitud del emisor. Ha de tratarse de valores que cumplan los requisitos de emisión esta-

blecidos en la Ley del Mercado de Valores, en particular la inscripción de su folleto de emisión en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y demás disposiciones vigentes, y su instrumentación ha de ser la adecuada para hacer posible la negociación activa en este mercado (2).

Admitida una emisión a cotización, antes de comenzar la negociación se ha de comunicar a ESPACLEAR, como entidad registradora, el reparto inicial de los saldos por titulares, éstos deben confirmarlo y se han de recibir los valores en la entidad depositaria (3).

El mercado cuenta, de momento, con dos segmentos diferenciados, que tienen su origen en el tipo de valores negociados en cada uno de ellos, y que dan lugar a algunas diferencias operativas.

Los valores susceptibles de ser admitidos a negociación en el denominado *segmento renta fija* son bonos y obligaciones, ya sean simples, indicados o con garantía hipotecaria; pagarés de empresa, a corto y medio plazo; y valores hipotecarios, es decir, cédulas, bonos y participaciones emitidos al amparo de la Ley 2/1981, reguladora del mercado hipotecario. Al tratarse de valores cuyas características son conocidas, no es necesario su comentario.

Por su parte, en el *segmento de bonos matador* se negocian valores de renta fija, normalmente a largo plazo (entre 7 y 10 años), denominados en pesetas, y emitidos por no residentes (4). Normalmente, las emisiones están aseguradas por entidades de crédito residentes en España, ya sean nacionales o extranjeras, que luego recolocan los bonos entre su clientela nacional o extranjera. Cuando, en 1987, hicieron su aparición, sólo podían ser emitidos por organismos internacionales multilaterales de los que España fuera miembro; desde finales de 1989, tienen también acceso a este mercado los restantes organismos internacionales y los estados extranjeros, así como cualquier emisor que cuente con su aval explícito. No obstante, cada emisión concreta, además de estar sometida a la Ley del Mercado de Valores, debe ser autorizada por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

(2) La admisión a negociación de un valor en AIAF, al igual que en los mercados oficiales, conlleva su reconocimiento como de «alta liquidez», que implica que sea incluíble en las carteras reguladas de inversores institucionales, por ejemplo, fondos de inversión.

(3) Hasta que se regulen con carácter general las anotaciones en cuenta, en AIAF se negocian títulos-valores. Estos, normalmente en forma de macrotítulos, quedan depositados en las denominadas entidades depositarias hasta el vencimiento, movilizándose únicamente sus referencias técnicas.

(4) Al tratarse de emisores no residentes, salvo que capten fondos para prestarlos en España (caso, por ejemplo, del Banco Europeo de Inversiones), no necesitan pesetas. Esto explica que la mayoría de las emisiones incorporen una cláusula de permuta financiera (swap) con otras divisas, pactada entre el emisor y la entidad colocadora.

En la práctica, a finales de octubre de 1991, los valores admitidos a negociación, que recoge el cuadro VI.2, alcanzaban un saldo conjunto de 1.605,5 mm, con clara tendencia al alza.

**VI.2. MERCADO AIAF: VALORES ADMITIDOS A COTIZACION
(31.10.1991)**

	<i>Miles de millones de pesetas</i>
1. Segmento de renta fija	815,7
1.1. Pagarés de empresa	674,2
1.2. Cédulas hipotecarias	80,5
1.3. Obligaciones	61,0
2. Segmento de bonos matador	789,8
3. Total (=1+2).....	1.605,5

Fuente: AIAF.

VI.2.3. Miembros del mercado

Pueden ser miembros de los dos segmentos del mercado las entidades financieras inscritas en registros oficiales que, a su vez, sean miembros de AIAF. Además, en el segmento de los bonos matador existen creadores de mercado, inscritos en un registro especial, que están obligados a cotizar en firme, para determinadas emisiones y por un importe mínimo de 25 millones, precios compradores y vendedores, con un diferencial máximo de 100 puntos básicos (5).

Todos los miembros pueden operar en el mercado por cuenta propia y ajena, y fuera de él, sin ningún tipo de restricciones.

VI.2.4. Cotización y contratación

En el segmento de renta fija, la *cotización* la realizan los miembros tanto directamente como a través de mediadores, que cuentan, para su difusión, con pantallas de diseño homogéneo contribuidas por los miembros. Por su parte, en el segmento de bonos matador, cada creador de

(5) Normalmente actúan como creadores de mercado de cada emisión su entidad directora y las principales entidades aseguradoras de la misma.

mercado cuenta con pantallas independientes (6). De ellas se extraen automáticamente los mejores precios para unas pantallas especiales multicontribuidas, destinadas a su difusión internacional.

La contratación se realiza telefónicamente, se confirma mediante fax y posteriormente las dos partes comunican a ESPACLEAR los datos necesarios para proceder al registro de la operación, y a su compensación y liquidación.

VI.2.5. Funciones de ESPACLEAR

Las funciones de registro, compensación y liquidación del mercado AIAF las realiza ESPACLEAR, sociedad anónima de la que son accionistas la mayoría de los miembros de AIAF. Lógicamente, no todos los miembros negociadores de AIAF son miembros liquidadores, es decir, entidades adheridas a ESPACLEAR.

La *función registral* comprende, en primer lugar, la llevanza de las cuentas de sus entidades adheridas, que pueden ser de cuatro tipos: *a)* propias, que recogen los valores propiedad de la entidad adherida; *b)* de clientes, que incluyen el saldo global de los valores propiedad de los clientes de la entidad adherida; *c)* de entidades, de carácter global y destinadas a los valores propiedad de miembros negociadores del mercado que no sean liquidadores, y *d)* de reserva, para los valores inmovilizados. Dentro de cada cuenta de las clases *a)*, *b)* y *c)* se registran separadamente los valores adquiridos a vencimiento y los adquiridos temporalmente, que no pueden ser vendidos a vencimiento ni cedidos temporalmente con pacto de recompra posterior a la fecha de reventa de la adquisición temporal inicial (7).

En segundo lugar, la función registral se refiere a las operaciones contratadas en el mercado, dado que éste no las reconoce como tales hasta que no han sido comunicadas a ESPACLEAR y aceptadas por éste.

A partir de estas notificaciones, comienza la *función compensadora-liquidadora* (8). En lo que a los valores se refiere, el primer paso es casar y comprobar las dos notificaciones relativas a cada operación, tras lo que se comprueba que el vendedor cuenta con valores suficientes. En caso

(6) Los creadores de mercado pueden manejar estas pantallas desde cualquier lugar del mundo.

(7) Es decir, se trata de cesiones temporales, no de las denominadas operaciones simultáneas.

(8) Para facilitar esta función en relación a las operaciones de no residentes, ESPACLEAR está conectado con Euroclear y Cedel.

afirmativo, la operación queda aceptada y se procede a movilizar los valores desde la cuenta del vendedor a la del comprador. Al final del día, se resuelven las posibles incidencias, se comprueba que la suma de los saldos de todas las cuentas coincide con el saldo global inscrito en ESPACLEAR y se confeccionan los listados individuales de operaciones realizadas (9).

A partir de estos listados, ESPACLEAR compensa multilateralmente los saldos brutos de *efectivo*, estableciendo los saldos netos que comunica al Banco de España para que éste los liquide sobre las cuentas de tesorería, ya sean propias de los miembros liquidadores o domiciliarias (10).

VI.2.6. Negociación

El cuadro VI.3 muestra la evolución de este mercado en los dos últimos años. En los nueve meses de los que se tiene información de las operaciones realizadas *entre miembros* del mercado, la negociación alcanzó 661,2 mm, de los que resulta una media mensual de 73,5 mm. El segmento más consolidado es el de pagarés de empresa, que supone el 70 % de la negociación, seguido a gran distancia por el de los bonos matador.

La única información disponible sobre las operaciones con clientes no procede del mercado AIAF, sino de la información que, desde 1987, deben remitir al Banco de España los bancos, cajas de ahorros y sociedades mediadoras en el mercado de dinero (11). Por tanto, las cifras recogidas en las columnas 6 a 8 son heterogéneas con las de las columnas anteriores, ya que pueden referirse a pagarés de empresa no admitidos a negociación en el mercado AIAF. Sin embargo, se han incluido para dar una idea de la magnitud del mercado de pagarés de empresa, cuya negociación global al contado, es decir, incluyendo el mercado AIAF y el mercado no organizado, supera actualmente la negociación bursátil.

(9) Para solucionar incidencias en la liquidación de bonos matador está previsto un procedimiento de préstamo de valores similar al de las bolsas.

(10) Si en alguna de estas cuentas no existe suficiente saldo de efectivo el déficit se prorroga entre los miembros liquidadores, en función de los saldos deudores o acreedores que tengan pendientes de liquidar ese día.

(11) Además, estas entidades realizan labores de pura mediación, es decir, limitándose a poner en contacto a su clientela con los emisores, sin operar por cuenta propia.

VI.3. MERCADO AIAF: NEGOCIACION

mm

	Mercado AIAF: Operaciones entre miembros					Pagars de empresa: operaciones de bancos, cajas y SMIVID			Pro memoria: Total pagars de empresa
	Total	Bonos matador	Valores hipotecarios	Obligaciones	Pagars de empresa	Con clientes		Compras a emisores	
						Ventas	Compras		
						1=2a5	2			3	4	5	6	7	8	9=5+6+7
1990	...	...	...	...	...	4.165,2	267,1	4.421,3	...
1991 ENE	...	...	...	...	...	417,7	11,3	441,6	...
FEB	...	...	...	...	...	276,5	6,7	320,0	...
MAR	29,2	10,2	...	...	19,0	253,2	12,5	311,6	284,7
ABR	83,2	14,6	...	...	68,6	307,0	12,4	326,7	388,0
MAY	137,7	20,4	...	...	117,3	308,6	18,3	313,3	444,2
JUN	52,2	17,5	...	...	34,7	352,2	10,2	388,8	397,1
JUL	81,5	28,4	...	...	53,1	370,3	10,6	401,6	434,0
AGO	68,5	25,2	...	...	43,3	338,9	3,0	347,4	385,2
SEP	44,5	17,4	...	...	27,1	299,3	5,9	354,3	332,3
OCT	66,2	21,7	0,9	3,9	39,7	271,4	17,5	308,9	328,6
NOV	91,8	28,8	0,8	9,4	52,8	...	...	...	...

VI.4. MERCADO AIAF: TIPOS DE INTERES

%

	<i>Bonos matador</i>	<i>Valores hipotecarios</i>	<i>Obligaciones</i>	<i>Pagarés de empresa</i>								
				<i>Entre miembros</i>			<i>Ventas a clientes</i>			<i>Diferencial</i>		
				<i>> 2 años</i>	<i>> 2 años</i>	<i>> 2 años</i>	<i>3 meses</i>	<i>12 meses</i>	<i>18 meses</i>	<i>3 meses</i>	<i>12 meses</i>	<i>18 meses</i>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10=4-7	11=5-8	12=6-9	
1991 ENE	...	...	...	...	...	...	14,7	14,5	14,8	...	...	...
FEB	...	...	...	...	...	...	14,4	14,1	14,5	...	...	...
MAR	12,8	...	...	13,8	13,6	13,1	13,9	13,2	13,5	-0,1	0,4	-0,4
ABR	12,2	...	...	13,4	13,1	13,1	13,2	12,6	12,8	0,2	0,5	0,3
MAY	11,6	...	...	12,9	12,5	12,2	12,8	12,1	12,4	0,1	0,4	-0,2
JUN	11,5	...	...	12,3	12,0	12,1	12,3	11,5	11,1	0,0	0,5	1,0
JUL	11,5	...	...	12,7	12,5	12,3	12,5	11,8	11,9	0,2	0,7	0,4
AGO	12,6	...	...	12,8	12,7	12,8	12,5	12,0	12,5	0,3	0,7	0,3
SEP	11,4	...	...	12,5	12,5	12,3	11,9	11,8	12,1	0,6	0,7	0,2
OCT	11,2	11,6	11,6	12,7	12,4	12,2	12,3	11,8	12,2	0,4	0,6	0,0
NOV	11,1	12,0	11,7	12,8	12,6	12,5	...	...	...	...	...	...

VI.2.7. Tipos de interés

La presentación del cuadro VI.4, relativo a los tipos de interés, es análoga a la del cuadro anterior, por las razones ya comentadas. De nuevo, lo más destacable son los datos relativos al mercado de *pagarés de empresa*, respecto a los que hay que mencionar dos temas. El primero es su nivel absoluto, que muestra las altas rentabilidades que pueden obtenerse con los pagarés de empresa, ligeramente superiores a las de las letras del Tesoro. El segundo es la escasa magnitud de los diferenciales que, para iguales plazos, presentan los tipos de interés formados en las operaciones entre miembros del mercado AIAF y en las operaciones de ventas a clientes de bancos, cajas y sociedades mediadoras en el mercado de dinero. Estos diferenciales, inferiores como media a 0,4 puntos porcentuales, ponen de manifiesto el alto grado de integración del mercado de pagarés de empresa, pese a lo sumamente diversificado de sus ámbitos de negociación.

VII

OTROS MERCADOS

VII.1. Introducción

Hasta ahora, han sido comentados diversos mercados que cuentan con algún nivel de organización, al menos el suficiente para seleccionar sus miembros y los instrumentos admitidos a negociación y para generar información significativa sobre saldos vivos admitidos a cotización, cantidades negociadas y precios, o tipos de interés, formados. Sin embargo, para completar la visión de los mercados financieros existentes en nuestro país, es conveniente mencionar otros mercados no organizados, en los que se negocian instrumentos financieros de naturaleza muy variada.

El calificativo de no organizados se debe a que ni existen normas establecidas que regulen los aspectos básicos de estos mercados (acceso a los mismos, cotización, negociación, compensación, liquidación e información) ni están sometidos a supervisión específica (1). Se trata, por tanto, de mercados extraordinariamente flexibles en su funcionamiento, muy aptos para operaciones «a medida», si bien, lógicamente, a costa de la pérdida de significativas dosis de seguridad jurídica, liquidez y transparencia.

En estos mercados se prueban nuevos productos, casi siempre a corto plazo, que, de consolidarse, generan procesos de autorregulación, más o menos tutelados, que, en el caso de algunos instrumentos, pueden dar lugar a mercados con niveles relativamente altos de organización (2).

(1) Lógicamente, están sometidos a la legislación general que les sea aplicable.

(2) Estas son las características que revisten los mercados conocidos en terminología anglosajona como «SRO» (self regulatory organization).

En nuestro país, han existido y existen, con importancia desigual, mercados no organizados para una gran variedad de instrumentos financieros, tanto negociados directamente como a través de mediadores, que en algunos casos han sido sus impulsores. Entre ellos, pueden citarse el mercado extrabursátil de letras de empresa, la parte no incluida en AIAF del mercado de pagarés de empresa, el de transferencias de crédito, el de acuerdos sobre tipos de interés futuros (FRAs), el de permutas financieras (swaps), el de operaciones a plazo sobre valores, el de opciones a la medida, etc. De todos ellos, aquí va a comentarse uno de los más importantes y, por tanto, de los mejor conocidos, el de acuerdos sobre tipos de interés futuros (FRAs) (3).

VII.2. Mercado de FRAs

Por definición, al tratarse de un mercado no organizado, no cabe comentarlo aplicando íntegramente la metodología utilizada hasta ahora. Por ello, sólo se van a mencionar con algún detalle los aspectos más significativos.

VII.2.1. Instrumento negociado

Un FRA es una operación en la que comprador y vendedor acuerdan la liquidación en una fecha futura (fecha de inicio) del diferencial entre un tipo de interés pactado y el tipo de interés de liquidación, aplicado a un importe teórico durante un período específico.

Llegada la fecha de inicio, si el tipo de interés de liquidación es mayor que el pactado, el vendedor del FRA abona al comprador el efectivo resultante de aplicar el diferencial entre ambos tipos de interés al importe acordado durante el período pactado. Si el tipo de interés de liquidación es menor que el pactado, es el comprador quien debe abonar al vendedor dicho importe efectivo.

En definitiva, un FRA es equivalente a una operación a plazo en la que, en la fecha de contratación, se acordara para la fecha de inicio la concesión de un préstamo (o la realización de un depósito), por un importe concreto, durante un período determinado y a un tipo de interés pactado (4). Llegada la fecha de inicio (equivalente a la de vencimiento

(3) Este conocimiento se debe a una investigación de Soledad Núñez, publicada bajo el título «Los mercados derivados sobre el MIBOR: fras, futuros y opciones», cuya lectura se recomienda y del que ha sido extractado el apartado siguiente.

(4) Este préstamo (o depósito) se considera «interbancario» con el fin de evitar repercusiones fiscales o de coeficientes en su rentabilidad.

de la operación a plazo), para evitar el riesgo de crédito del préstamo (o depósito) pactado, la operación se liquida siempre por diferencias, en función del diferencial existente entre el tipo pactado y el de liquidación (5). La liquidación de los contratos FRAs por diferencias implica que sean instrumentos no utilizables para la captación o préstamo de fondos, ya que, en ningún momento, hay intercambio del préstamo subyacente.

Los FRAs ofrecen posibilidades de buena cobertura del riesgo de tipos de interés no sólo para posiciones derivadas de operaciones interbancarias sino también de operaciones con cualquier otro instrumento financiero cuya rentabilidad esté indiciada con el MIBOR (6). Además, al igual que en el resto de los mercados a plazo, los participantes en el mercado de FRAs pueden ser también especuladores y arbitrajistas.

Respecto a sus *riesgos*, al ser operaciones a plazo negociadas en un mercado en el que no existe una cámara de compensación que se interponga entre comprador y vendedor ni se practica la liquidación diaria de pérdidas y ganancias, los FRAs están sujetos al *riesgo de liquidación*, es decir, de que la contrapartida no cumpla sus compromisos en la fecha de inicio. Este riesgo de liquidación, que plantea la necesidad de seleccionar la contrapartida, se limita, lógicamente, al importe de la liquidación y no al principal teórico del préstamo o depósito.

En los *FRAs de cobertura*, normalmente el día de su liquidación por diferencias habrá que realizar la transacción patrimonial, por ejemplo, un depósito, cuya rentabilidad se pretendía asegurar. Lógicamente, si esta operación no se puede realizar al precio de liquidación del FRA, la cobertura no habrá sido perfecta y el *riesgo de tipo de interés* que permanezca vivo podrá producir pérdidas o ganancias. Por su parte, los *FRAs especulativos*, es decir, los que abren posiciones, están plenamente sujetos a riesgo de tipos de interés.

De la amplia tipología existente en relación a los FRAs, la más significativa para tratar del mercado español es la que distingue entre los denominados «rotos» o «variables», cuyos elementos más característicos no están normalizados, y FRAs «fijos», en los que lo están parcialmente.

(5) La terminología utilizada en el mercado de FRAs y en el de plazo es diferente. En el mercado de FRAs se llama fecha de inicio a lo que en la operativa a plazo se conoce como vencimiento del contrato, mientras que se llama fecha de vencimiento a la fecha en la que habría que deshacer el depósito pactado, teóricamente constituido en la fecha de inicio.

(6) Se denomina MIBOR («Madrid interbank offered rate») al tipo de interés de oferta vigente en el mercado interbancario de Madrid en un momento determinado y para un plazo concreto.

a) *FRAs rotos*

El mercado de FRAs rotos comenzó a funcionar en España a finales de 1986. El número de operaciones no era demasiado importante, en parte porque se negociaban una amplia variedad de fechas de inicio, plazos, etc., y, en parte, porque existían dificultades para determinar con precisión el precio de liquidación. Por ello, y con el objeto de dar más transparencia y liquidez al mercado, a mediados de 1988, la Comisión de Estudios del Mercado Monetario (CEMM) decidió establecer un contrato marco, el denominado contrato FRACEMM, para este tipo de operaciones (7). En él se normalizaba gran parte de la operativa, las obligaciones y derechos del comprador y vendedor, y la forma de determinar el precio de liquidación para cada plazo. Sus características básicas son las siguientes:

- a) *La fecha de contratación*, es libre.
- b) *La fecha de inicio*, en la que se liquida el FRA, puede ser cualquiera, si bien lo habitual es que esté situada entre 1 y 12 meses enteros después de la fecha de contratación.
- c) *La fecha de vencimiento* del depósito teórico puede ser cualquiera, si bien lo habitual es que sea entre 1 y 12 meses enteros después de la fecha de inicio.
- d) *Plazo del depósito subyacente*, es la diferencia entre la fecha de vencimiento y la de inicio.
- e) *Importe teórico del depósito*, puede ser cualquiera, con un mínimo de 500 millones de pesetas.
- f) *Tipo de interés pactado*, es el que convengan las partes para el plazo contratado, expresado en tanto por ciento anual sobre la base de 360 días.
- g) *Tipo de interés de liquidación*: de los que, para la liquidación de FRAs, publiquen las pantallas electrónicas de las agencias REUTERS y TELERATE en la fecha de inicio, se toma el que corresponda al plazo que más se aproxime al del FRA que se desea liquidar. Para determinar estos tipos, denominados abreviadamente FRRF, diariamente un grupo de 20 entidades cotizan antes de las 9,30 h. tipos de demanda y oferta para préstamos in-

(7) La Comisión de Estudios del Mercado Monetario es elegida por las entidades que operan en los mercados interbancarios, salvo los representantes del Banco de España, que son nombrados directamente por éste. Estudia la problemática de estos mercados y plantea sus propuestas al Banco de España.

terbancarios de 1 a 12 meses enteros. A partir de las 9,30 h., y antes de las 9,45 h., se calcula, para cada plazo, el tipo medio, despreciándose previamente el más alto y el más bajo de los cotizados.

- h) *Importe de la liquidación*, es la cantidad que se debe abonar el día de la fecha de inicio, y equivale al valor actualizado del diferencial entre el tipo de interés de liquidación correspondiente y el tipo de interés pactado, aplicado al plazo e importe teórico acordados (8).

El contrato marco FRACEMM facilita considerablemente la operativa con FRAs, ya que evita que comprador y vendedor tengan que acordar muchos de los términos del contrato, tales como obligaciones, derechos, fórmula de liquidación y, sobre todo, la determinación del tipo de interés de liquidación. Sin embargo, el contrato FRACEMM no está normalizado, ya que el importe teórico, la fecha de inicio y el plazo de depósito teórico son términos que deben acordar comprador y vendedor, además, lógicamente, del tipo de interés que pacten.

b) *FRAs fijos*

Al comenzar a realizarse la operativa con FRAs rotos utilizando el contrato marco FRACEMM, el mercado era ya considerablemente activo. Sin embargo, la multiplicidad de fechas de inicio y de plazos negociados implicaba que ninguna clase de FRA tuviera la liquidez adecuada para el desarrollo eficiente de estrategias de cobertura, especulación y arbitraje (9). En busca de esta liquidez, las entidades operantes en el mercado decidieron comenzar a negociar FRAs con fechas de inicio y plazo normalizados. Las características diferenciales de estos contratos, que reciben el nombre de FRAs fijos, respecto a los FRAs rotos, son las siguientes:

- a) *Fechas de inicio*, son los terceros miércoles de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre.
- b) *Plazo del depósito teórico*, es de tres meses.

Los restantes términos del contrato, es decir, fecha de contratación, importe teórico, tipo de interés pactado, tipo de interés de liquidación,

(8) La necesidad de actualizar este importe deriva de que, en los depósitos interbancarios, los intereses se pagan a su vencimiento (equivalente a la fecha de vencimiento del FRA) y no al constituirse (fecha de inicio).

(9) En este mercado se entiende por «clase» de contratos aquellos que tienen una misma fecha de inicio y un mismo plazo para el depósito teórico.

obligaciones y derechos, forma para calcular el importe de liquidación, etc., son idénticos a los de los FRAs rotos (contrato FRACEMM).

Por tanto, hasta cierto punto, un FRA fijo es similar a un futuro sobre tipos de interés de depósitos o préstamos interbancarios. Sin embargo, no deben confundirse ambos contratos, ya que, por un lado, la normalización del FRA fijo es menor, al no incluir el importe del depósito subyacente, y, por otro, los FRAs fijos no se negocian en mercados centralizados que cuenten con una cámara de compensación que se interponga entre comprador y vendedor, cubriendo su riesgo de liquidación mediante depósitos en garantía actualizados diariamente.

VII.2.2. Miembros del mercado

Los miembros del mercado de FRAs son, fundamentalmente, entidades financieras de tamaño considerable. Si bien no existen barreras explícitas de entrada al mercado, al ser los FRAs operaciones sujetas a riesgo de liquidación, sólo las entidades financieras de reconocida solvencia tienen en la práctica acceso al mercado. Las restantes no encuentran contrapartida sin tipos fuertemente penalizadores.

VII.2.3. Cotización y negociación

Los mediadores juegan un importante papel en el mercado de FRAs ya que, a través de ellos, cotiza y se negocia más del 80 % de las operaciones. Al igual que en el resto de los mercados, su función se limita a facilitar el encuentro entre compradores y vendedores, sin constituirse, en ningún momento, en contrapartida. Los mediadores difunden, a través de sus pantallas, los mejores precios de oferta y demanda, y las entidades interesadas en cerrar alguna operación contactan con el mediador para acceder a su contrapartida. Una vez contratada la operación, las dos partes envían fax de confirmación, con los términos de la operación, tanto a la parte contraria como al mediador. Llegada la fecha de inicio, vuelve a haber un intercambio de fax y el mediador calcula y comunica a las dos partes el importe de la liquidación por diferencias.

VII.2.4. Compensación y liquidación

No existe compensación; por su parte, la liquidación, siempre por diferencias, se realiza normalmente sobre las cuentas de tesorería abiertas en el Banco de España, pero de forma no organizada, es decir, ordenando la parte que le corresponda una transferencia interbancaria, cuya causa desconoce el Banco de España.

VII.2.5. Evolución de la negociación

Como se ha dicho, el mercado de FRAs surge, en 1986, con unos importes negociados inferiores a los 200 mm trimestrales. Sin embargo, tal y como se observa en el cuadro VII.1, desde finales de 1989 el mercado experimenta un crecimiento espectacular, que lleva a que, en el segundo trimestre de 1991, la negociación se sitúe muy cercana a los 2.500 mm. (10)

VII.1. MERCADO DE FRAs: NEGOCIACION TRIMESTRAL

mm

	FRAs			Pro memoria		
	Total	Fijos	Rotos	Depósitos interbancarios a más de dos meses	Futuros sobre préstamos interbancarios	Opciones sobre préstamos interbancarios
1988 III	137	...	...	1.406	...	...
IV	111	...	...	1.408	...	...
1989 I	213	...	...	1.400	...	...
II	201	...	...	1.254	...	...
III	295	...	...	1.125	...	...
IV	539	...	...	1.338	...	...
1990 I	767	...	...	1.646	...	...
II	489	...	...	1.505	...	...
III	913	...	...	1.635	...	...
IV	1.145	...	...	1.373	161	46
1991 I	2.060	1.040	1.020	1.679	530	86
II	2.445	1.203	1.252	2.110	1.299	290
III	1.781	966	815	1.804	948	151

Fuente: Soledad Núñez.

El nivel de actividad del mercado de FRAs se hace más evidente cuando se compara con la de otros mercados relacionados. Así, desde el primer trimestre de 1991, la negociación en FRAs supera a la del activo subyacente, es decir, a la de depósitos interbancarios a más de dos meses. Por otra parte, es notablemente superior a la de futuros y opciones sobre el MIBOR y algo menor que la del mercado a plazo con deuda.

El cuadro VII.1 recoge por separado los importes correspondientes a FRAs fijos y rotos desde enero de 1991. En este período, la negociación en fijos ha experimentado un mayor crecimiento, de tal forma que en la actualidad supera a la de rotos.

(10) Únicamente se conocen datos relativos a operaciones mediadas.

VIII

MERCADOS DE DIVISAS

VIII.1. Introducción

Hasta cierto punto, el mercado de divisas es heterogéneo con todos los comentados hasta ahora. Esta heterogeneidad deriva de que, en los mercados ya tratados, la operación básica consistía en el intercambio de un instrumento financiero, que no era medio de pago y que caracterizaba al correspondiente mercado, por otro, denominado en la misma moneda que sí era un medio de pago. Por el contrario, en los mercados de divisas los dos instrumentos financieros, el intercambiado y el utilizado en la contraprestación, son medios de pago, si bien denominados en diferente moneda (1). Además, hay que tener en cuenta que, en relación a los mercados de divisas, el concepto de medios de pago se utiliza en un sentido restrictivo, ya que incluye únicamente depósitos bancarios a la vista; por tanto, la compraventa de monedas y de billetes de los diferentes países no forma parte de estos mercados.

A diferencia de lo que ocurre en los restantes mercados, los participantes en el de divisas no buscan en él recibir, conceder o recuperar financiación; demandan medios de pago denominados en una moneda ofertando medios de pago denominados en otra moneda (2). Del encuentro entre la oferta y la demanda de medios de pago denominados en

(1) Esta simetría de los dos instrumentos utilizados lleva a que, mientras en relación a los restantes mercados era incorrecto hablar de «mercado de dinero», en el caso de los de divisas sí puede hablarse, por ejemplo, de mercado del dólar frente a la peseta y de la peseta frente al dólar para referirse al mismo mercado. Lógicamente, los precios formados en ambos mercados serán inversos.

(2) Sin embargo, es evidente que, al pasar de poseer depósitos bancarios denominados en una moneda a denominados en otra, puede variar el banco emisor de dichos depósitos, al que se está financiando.

una moneda, resultan, como en cualquier mercado, unas determinadas cantidades intercambiadas y unos precios, denominados en este caso tipos de cambio.

VIII.1.1. Operaciones económicas con el exterior

En una primera aproximación, que se matiza más adelante, la oferta y la demanda de divisas extranjeras que se registran en un país determinado dependen de las monedas utilizadas en las liquidaciones de efectivo, consecuencia de las operaciones económicas que los residentes en él realicen con residentes en países que utilicen diferente moneda.

En general, estas operaciones pueden liquidarse utilizando la moneda de alguno de dichos países, o, lo que es más habitual, usando una tercera divisa que, por su solvencia, sea comúnmente aceptada como medio de pago internacional. Por su parte, en las operaciones económicas con el exterior hay que distinguir entre operaciones financieras y no financieras.

a) Operaciones corrientes y de capital

Comenzando por las *operaciones no financieras*, el cuadro VIII.1 muestra, con datos de 1990 correspondientes a la economía española, un resumen de las cuentas de la Contabilidad Nacional en las que quedan reflejadas. En la cuenta de *operaciones corrientes*, se aprecia que, para el sector exterior, constituyen recursos las importaciones de bienes y servicios que España realiza (10.261,6 mm) y las transferencias corrientes que se envían al resto del mundo (1.820,1 mm). En paralelo, para el sector exterior, son empleos las exportaciones españolas (8.616,1 mm) y las transferencias corrientes recibidas por los residentes en España (1.697,5 mm).

Dejando aparte las operaciones de trueque, puesto que la contraprestación de todas estas operaciones son los instrumentos financieros con que se pagan, es evidente que si, como aquí sucede, esta cuenta presenta déficit para España (recursos > empleos) se habrá producido una salida de instrumentos financieros superior a su entrada. En este caso, la salida de instrumentos financieros, originada por el déficit corriente, ha sido de 1.768,1 mm (S3).

Esta variación de instrumentos financieros se ve modificada por el saldo que, en la *cuenta de capital*, presenten las transferencias de capital recibidas del, o enviadas al, exterior. En este caso, las transferencias al

VIII.1. SECTOR EXTERIOR EN 1990: RESUMEN

Miles de millones de pesetas

A: CUENTA DE OPERACIONES CORRIENTES					
<i>Recursos</i>		<i>Empleos</i>		<i>Saldos = Empleos – Recursos Superávit (+) o Déficit (-)</i>	
1. Importaciones.....	10.261,6	1. Exportaciones.....	8.616,1	S1	-1.645,5
1.1. Bienes.....	(9.052,3)	1.1. Bienes.....	(5.709,3)	S1.1	(-3.343,0)
1.2. Servicios.....	(1.209,3)	1.2. Servicios.....	(2.906,8)	S1.2	(1.697,5)
2. Transferencias corrientes al exterior..	1.820,1	2. Transferencias corrientes al exterior..	1.697,5	S2	-122,6
3. (=1+2) Total cuenta corriente	12.081,1	3. (=1+2) Total cuenta corriente	10.313,3	S3 (=S1+S2)	-1.768,1
B: CUENTA DE CAPITAL					
<i>Recursos</i>		<i>Empleos</i>		<i>Saldos = Empleos – Recursos (S6 = Capacidad (+) Necesidad (-) de fin. de España)</i>	
4. Transferencias de capital al exterior.....	12,2	4. Transferencias de capital al exterior..	155,2	S4	143,0
		5. (=S3) Saldo cuenta corriente	-1.768,1	S5 (=S3)	-1.768,1
6. Total	12,2	6. (=4+5) Total	-1.612,9	S6	-1.625,1
C: ENLACE CUENTAS NO FINANCIERAS/FINANCIERAS					
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación ± Ajuste = Ahorro (+) o desahorro (-) financiero de España					
	-1.625,1	+ 33,1	=		-1.592,0

exterior alcanzan 12,2 mm, por lo que, teniendo en cuenta el importe de las recibidas (155,2 mm), el saldo (superávit) supone 143,0 mm, lo que representa una entrada de instrumentos financieros, que, pese a su importancia, sólo muy parcialmente compensa las salidas originadas por el déficit corriente. Resulta así un saldo de la cuenta de capital (S6) de 1.625,1 mm, que, dado su signo negativo, representa la *necesidad de financiación exterior* de la economía española durante 1990. Realizados los ajustes estadísticos necesarios para pasar de las cuentas no financieras a las financieras, se obtiene que, durante dicho año, la economía española experimentó frente al exterior un *desahorro financiero neto* (salida neta de instrumentos financieros) de 1.592 mm.

b) Operaciones financieras

Las operaciones con el exterior comentadas hasta ahora no son operaciones financieras, es decir, no son operaciones de carácter crediticio, cuyo objetivo principal sea el intercambio de financiación. Si los instrumentos financieros circulan en ellas es sólo como contraprestación, como forma de pago de la transacción principal.

Lógicamente, el intercambio de instrumentos financieros con el exterior es muy superior al que resulta de saldar las operaciones no financieras hasta ahora comentadas.

En primer lugar, pasando al cuadro VIII.2, al desahorro financiero neto de 1.592 mm hay que añadirle el incremento de activos financieros (pasivos del resto del mundo) adquiridos en el año por los sectores residentes (2.766,6 mm) para obtener el incremento del endeudamiento con el exterior que la economía española registró durante 1990 (4.358,6 mm) (3). Estos flujos de financiación entre el conjunto de todos los sectores residentes y el resto del mundo pueden ser contemplados desde dos puntos de vista.

En el primero de ellos, lo importante es entre qué sectores económicos se producen estos intercambios de financiación, obteniéndose los *flujos financieros intersectoriales* que recoge el cuadro VIII.2. En él se aprecia que fueron las empresas no financieras y familias las que mayor incremento neto de endeudamiento registraron con el exterior (652,2 mm), seguidas de las instituciones financieras (512,5 mm) y de

(3) Dicho con otras palabras, como para cualquier sujeto económico, para el conjunto de los sectores residentes su endeudamiento con el resto del mundo durante 1990 (o variación neta de pasivos financieros exteriores) ha de cubrir el déficit entre sus ingresos y gastos no financieros, y, además, su inversión financiera bruta (variación neta de activos financieros sobre el exterior).

VIII.2. FLUJOS FINANCIEROS CON EL RESTO DEL MUNDO EN 1990

mm

	<i>Ahorro (-) o desahorro (+) financiero neto del resto del mundo</i>	<i>Financiación bruta otorgada al exterior</i>	<i>Financiación bruta recibida del exterior</i>
	<i>Ahorro (+) o desahorro (-) financiero neto de los sectores residentes</i>	<i>Variación neta de activos financieros de residentes</i>	<i>Variación neta de pasivos financieros de residentes</i>
	<i>Financiación exterior neta otorgada (+) o recibida (-) por los sectores residentes</i>	<i>Variación neta de pasivos financieros del resto del mundo</i>	<i>Variación neta de activos financieros del resto del mundo</i>
	1=2+3	2	3
Total	-1.592,0	2.766,6	4.358,6
DETALLE POR SECTORES:			
Instituciones financieras . . .	-512,5	1.707,0	2.219,5
Administraciones Públicas. . .	-427,3	-14,9	412,4
Empresas no financieras y familias	-652,2	1.074,5	1.726,7

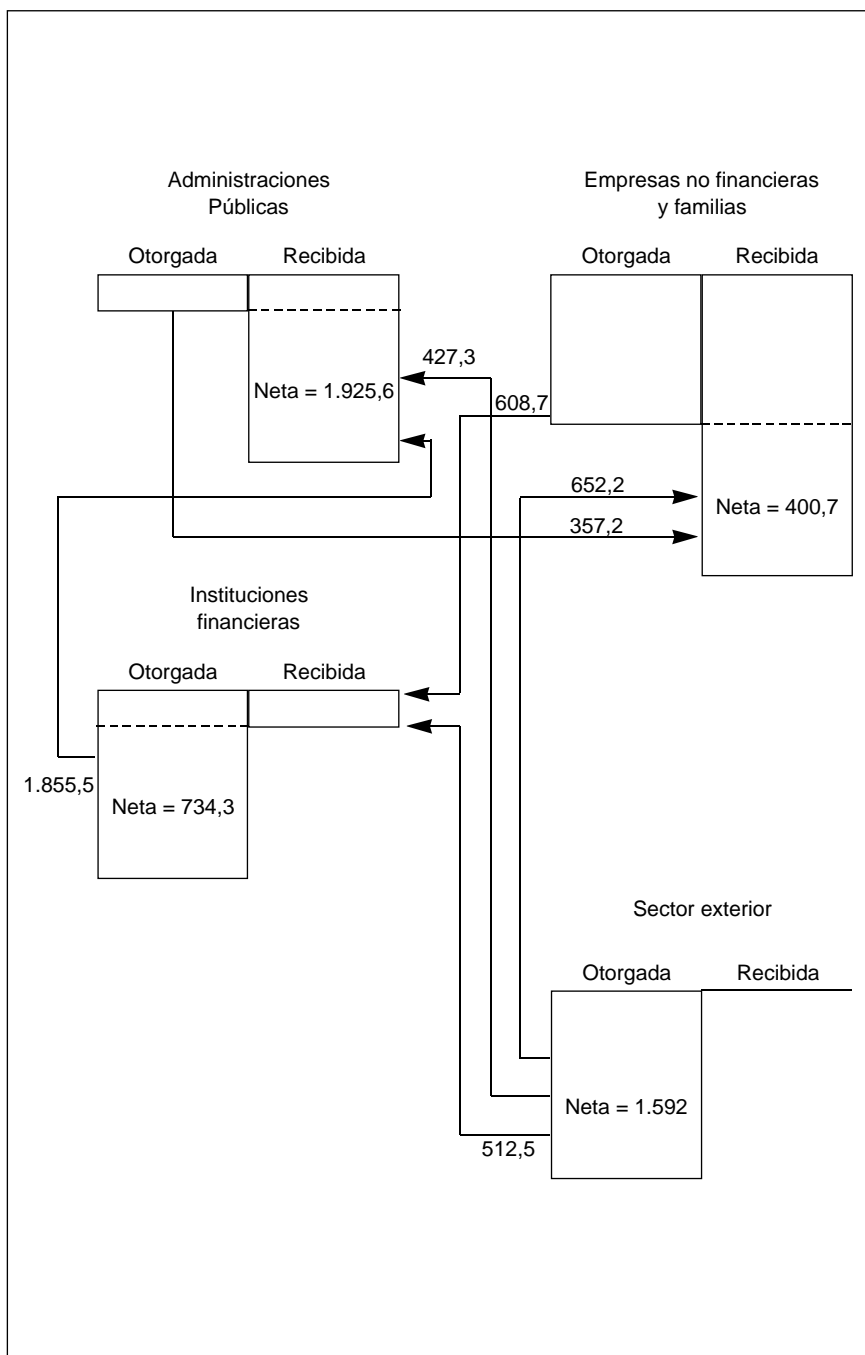
las Administraciones Públicas (427,3 mm). El cuadro VIII.3 ilustra la integración de estos flujos exteriores netos en el conjunto de los flujos intersectoriales de financiación neta que se produjeron en la economía española durante 1990.

El segundo punto de vista analiza qué instrumentos financieros fueron elegidos para canalizar los flujos de financiación con el exterior, dando lugar al *cuadro de flujos financieros* que recoge el cuadro VIII.4. Comenzando por los activos financieros del exterior (pasivos de los sectores residentes) se observa en la columna 1 que las entradas brutas de financiación más importantes se produjeron como consecuencia de la compra de acciones (1.337,4 mm), del aumento de los créditos en moneda extranjera (1.042 mm) y del incremento de depósitos no transferibles en moneda extranjera (1.023 mm). Por su parte, los instrumentos financieros más utilizados para representar el crecimiento de la financiación bruta otorgada al resto del mundo (columna 2) fueron los depósitos no transferibles en moneda extranjera (691,3 mm), el efectivo y los depósitos transferibles en moneda extranjera (636,3 mm) y la compra de acciones en el exterior (259,6 mm).

Pasando ahora de flujos de financiación brutos a netos (columna 3), es significativo observar, dejando aparte el concepto residual «Otros», cómo los signos negativos, indicativos de salidas de financiación, se concentran en la parte superior del cuadro. Dado que, en la elaboración del cuadro de flujos, éstos se ordenan de mayor a menor liquidez, esta ubica-

VIII.3. CUENTAS FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA:
FINANCIACION INTERSECTORIAL NETA EN 1990

mm



VIII.4. OPERACIONES FINANCIERAS CON EL EXTERIOR EN 1990

mm

	<i>Variación neta de activos (pasivos de residentes)</i>	<i>Variación neta de pasivos (activos de residentes)</i>	<i>Financiación otorgada (+) o recibida (-) por el resto del mundo</i>
	1	2	3=1-2
1. Oro y posición organismos internacionales	-11,2	54,6	-65,8
1.1. Oro.....	-	-3,5	3,5
1.2. DEG.....	-19,6	19,6	-
1.3. Posición en el FMI	-11,2	-3,7	-7,5
1.4. Posición en el FECOM.....	-	81,4	-81,4
2. Efectivo y depósitos transferibles	2,9	636,3	-633,4
2.1. Efectivo y depósitos en pesetas.....	39,0	-	39,0
2.2. Efectivo y depósitos en moneda extranjera	-36,1	636,6	-672,4
3. Otros depósitos	1.512,4	684,8	827,6
3.1. Otros depósitos en pesetas.....	489,4	-6,5	482,9
3.2. Otros depósitos en moneda extranjera	1.023,0	691,3	331,7
4. Valores a corto plazo	-69,6	-	-69,6
5. Obligaciones	300,3	115,6	184,7
6. Títulos de renta variable	1.377,4	330,6	1.006,8
6.1. Acciones.....	1.247,6	259,6	988,0
6.2. Otras participaciones	89,8	71,0	18,8
7. Créditos	1.286,4	367,4	919,0
7.1. Inversión en inmuebles	244,4	-	244,4
7.2. Créditos en pesetas	-	231,4	-231,4
7.3. Créditos en moneda extranjera	1.042,0	136,0	906,0
8. Reservas técnicas de seguro	-	-36,9	-36,9
9. Otros	-	540,4	-540,4
Total	4.358,6	2.766,6	1.592,0

ción de los signos negativos muestra que, durante 1990, el endeudamiento con el exterior de los sectores residentes se produjo mediante una entrada de financiación a largo plazo de suficiente magnitud como para compensar el desahorro financiero de la economía española y permitir, además, que se incrementara la tenencia, por parte de los residentes, de instrumentos financieros de alta liquidez emitidos por el resto del mundo.

Respecto a las cuentas financieras con el resto del mundo, hay que recordar algunas precisiones útiles a la hora de delimitar los mercados de divisas. La principal de ellas es que, a diferencia de las cuentas no financieras que contabilizan las operaciones *brutas* realizadas, las financieras recogen, para cada sector, las variaciones *netas* de su tenencia de activos y de su emisión *netas* de pasivos financieros. Dicho con otras palabras, registran las variaciones que, durante el período considerado, han experimentado las posiciones acreedoras o deudoras de cada sector, ya sea considerando frente a qué otros sectores (cuadro VIII.2) o por instrumentos financieros (cuadro VIII.4). Por tanto, es evidente que las variaciones mencionadas son el resultado final de la realización de un número muy superior de operaciones financieras entre residentes y no residentes, muchas de las cuales se compensan entre sí (4).

La diferencia obvia entre este movimiento de instrumentos financieros con el exterior y el que se registra entre los sectores residentes es que en aquél surge el tema de la denominación en diferentes monedas. En efecto, en un país de las características de España, normalmente, el exportador de bienes y servicios suele cobrar en la moneda del país comprador o en una divisa utilizada como medio de pago internacional, el residente que se endeuda en el exterior suele recibir financiación en moneda extranjera, los importadores deben pagar en moneda extranjera, quien invierte en el exterior lo hace pagando en moneda extranjera, etc. Es decir, del conjunto de operaciones financieras y no financieras con el exterior resulta una corriente de cobros y pagos frecuentemente expresada en moneda diferente a la que el cobrador o pagador necesita para desarrollar su actividad económica habitual en el país en que reside, o diferente de la composición de la cartera que desea mantener entre las diferentes divisas. En estos casos, ha de cambiar la moneda nacional o extranjera que recibe (o ha de entregar) por la moneda que necesita (o que posee). Precisamente, estos cambios de moneda se producen en los denominados *mercado de divisas*, *mercados de cambios*, o *mercados cambiarios*.

(4) Por ejemplo, en la columna 1 del cuadro VIII.4, el epígrafe 7.3. «Créditos en moneda extranjera», registra 1.042 mm, que indica el incremento del endeudamiento de los sectores residentes utilizando este instrumento financiero. Ahora bien, este incremento es consecuencia de múltiples operaciones, tales como amortización de créditos concedidos en períodos anteriores, concesión de créditos que permanecen vivos al final del período, o concesión de créditos a corto plazo que se han amortizado en el mismo período.

VIII.1.2. Mercados exteriores y mercados de divisas

Hasta ahora se ha considerado, de forma unidireccional, cómo las operaciones financieras y no financieras, cada vez que originan un pago o cobro en moneda diferente a la que se posee o desea, originan, respectivamente, una operación en los mercados de divisas, de oferta de la moneda excedentaria y de demanda de la deficitaria.

Ahora bien, no es menos cierto que la situación y expectativas vigentes en los mercados cambiarios llegan a influir de manera decisiva en las operaciones financieras y no financieras. Para comprobarlo, en relación a estas últimas, basta considerar, sin entrar en profundidades, la influencia de los tipos de cambio en la competitividad de las importaciones y exportaciones de bienes y servicios, o la de las expectativas cambiarias en el adelanto o retraso de los cobros y pagos con el exterior. La interacción entre los mercados financieros, en especial los a corto plazo, y los de divisas es aún más rápida e intensa, dada la mutua interdependencia entre tipos de interés y tipos de cambio, sobradamente conocida.

La conclusión de todo ello, es que, aunque la aparición de los mercados de divisas tenga su justificación última en facilitar los cambios de moneda necesarios para la liquidación de operaciones financieras y no financieras autónomas con el resto del mundo, en la práctica, un gran número de operaciones, en especial financieras a corto plazo, son inducidas, total o parcialmente, por motivaciones cambiarias, en busca de las posibilidades de cobertura, especulación y arbitraje que brinda la interdependencia entre ambos mercados. De hecho, aunque no siempre sea posible establecer las motivaciones, frecuentemente mixtas, de una operación concreta, se considera que la mayor parte de la actividad de los mercados de divisas deriva de este tipo de operaciones.

VIII.2. Mercado español de divisas

VIII.2.1. Antecedentes

En su sentido más amplio, puede considerarse que la actual etapa del mercado español de divisas surge en 1959 con la declaración de convertibilidad exterior de la peseta y el fin del anterior sistema de tipos de cambio múltiples en función de la naturaleza de cada operación. Se trataba, no obstante, de un mercado férreamente intervenido por el Instituto Español de Moneda Extranjera, significativamente adscrito al Ministerio de Comercio, por lo que sólo a partir de 1968, con la nueva regulación de las entidades delegadas y la parcial liberalización de los tipos de interés interiores, cabe empezar a hablar de un auténtico mercado. Un año más tarde, pasó a depender del Banco de España la *supervisión* de

los mercados de divisas, iniciando un proceso que concluyó en 1973, al desaparecer el citado Instituto, y distribuirse sus funciones entre el Banco de España (política cambiaria y préstamos financieros) y la Dirección General de Transacciones Exteriores del Ministerio de Comercio (préstamos comerciales e inversiones extranjeras).

A partir del rígido intervencionismo inicial, los pasos más significativos en el proceso de liberalización se produjeron, en el área del control de cambios, a partir de la publicación de la Ley 40/1979, norma todavía vigente, que, básicamente, se limita a establecer el sometimiento a ella de todo tipo de operaciones de las que puedan derivarse cobros o pagos con el exterior y a delegar en el gobierno la regulación concreta de cada tipo de operaciones. En las sucesivas modificaciones del desarrollo reglamentario de esta ley fueron teniendo cabida las autorizaciones genéricas para que los residentes pudieran realizar un abanico cada vez más amplio de operaciones exteriores. En paralelo, el Banco de España, en sucesivas circulares, fue aumentando las posibilidades operativas de las entidades autorizadas a operar en los mercados de divisas (5).

Se llega así a la situación actual, en la que, tras la decisión gubernamental de adelantar la libertad de movimientos de capitales prevista para 1993, sólo hay que mencionar, en el área del control de cambios, la obligación de realizar todos los cobros y pagos con el exterior a través de una entidad registrada, con fines estadísticos y de control fiscal. Por su parte, no existen restricciones a la libertad operativa de las entidades registradas, siempre que no sobrepasen los límites de riesgo impuestos por motivos de solvencia. No puede dejar de señalarse el contraste entre esta situación y la anterior: la doble liberalización citada ha estado acompañada, en la práctica de restricciones cada vez mayores a la actuación del Banco de España, por las razones que se comentan más adelante.

VIII.2.2. Delimitación

Como ya se ha dicho, la función básica de cualquier mercado de divisas es facilitar el encuentro entre la oferta y la demanda de divisas, que, a su vez, deriva, en última instancia, del conjunto de operaciones financieras y no financieras realizadas entre residentes y no residentes en el país, denominadas en diferente moneda. De esta función básica podría deducirse que la totalidad de operaciones del mercado español de divisas se realizan cambiando divisas contra pesetas. Sin embargo, es evidente que, tanto a nivel de cada miembro del mercado como a nivel del

(5) Estas entidades, anteriormente denominadas «delegadas», reciben ahora el nombre de «entidades registradas».

conjunto del mismo, esto sólo sería así si no existieran operaciones financieras específicamente destinadas a reestructurar la composición de carteras por divisas, con fines de cobertura, especulación o arbitraje.

Lógicamente, la realidad es muy diferente y lo que normalmente sucede a los dos niveles citados es que, como consecuencia de las operaciones de pesetas contra divisas, constantemente se producen, respecto a la composición de cartera que se considera idónea en cada momento, excedentes de unas monedas y carencias de otras, que llevan a que en una parte considerable de las operaciones del mercado español se negocien divisas extranjeras contra divisas extranjeras.

Por tanto, el criterio delimitador para que una operación con divisas pertenezca o no al mercado español no puede ser el de si su contraprestación son pesetas. El criterio utilizado para ubicar una operación de divisas en el mercado español es que participe en ella una entidad registrada, tanto si su contrapartida es su clientela residente no bancaria, personas físicas o jurídicas no residentes, o bien otras entidades registradas.

En este sentido, puede decirse que el mercado español de divisas es un mercado cerrado cuyos miembros son las entidades registradas. Sin embargo, dado que la contrapartida de la entidad registrada puede ser un miembro de otro mercado de divisas, este criterio no siempre es sencillo de aplicar para asignar una operación a un determinado mercado de divisas. La posibilidad de que se realice una doble asignación explica las diferencias entre las columnas 1 y 2 del cuadro VIII.5, en el que se resu-

VIII.5. MERCADOS DE DIVISAS: NEGOCIACION (Abril de 1989)

Media de cifras diarias y miles de millones de dólares

	Negociación bruta	Negociación neta				
		Total	Interbancaria		Con clientes	A través de mediadores
			Interna	Interna- cional		
	1	2=3+4+5	3	4	5	6 (% de 2)
España	5,9	4,4	1,5	2,3	0,6	35 (a)
PRINCIPALES MERCADOS:						
Reino Unido	241,0	187,0	54,0	107,0	26,0	38
Estados Unidos	174,0	129,0	45,0	71,0	10,0	44
Japón	145,0	115,0	31,0	47,0	34,0	35
Total (21 países)	932,0	744,0	189,0	431,0	114,0	...

Fuente: BIS.

(a) Sólo brokers españoles.

men los resultados de un estudio del Banco de Pagos Internacionales de Basilea destinado a conocer el volumen y estructura de los principales mercados de divisas (6).

En conclusión, pese a este problema, para considerar una operación como integrante del mercado español de divisas han de darse dos circunstancias: una, que el instrumento negociado sean divisas, tanto si la operación se liquida en pesetas como en otras divisas; y otra, que al menos una de las partes de la operación sea una entidad registrada.

VIII.2.3. Instrumento negociado

Como su nombre indica, en el mercado español de divisas el instrumento negociado son divisas, es decir, medios de pago denominados en moneda extranjera, mientras que la liquidación puede realizarse tanto en pesetas como en otra divisa. Como muestra el cuadro VIII.6, de la negociación media diaria que registra este mercado, en torno a 4.400 millones de dólares, el 76 % son operaciones contra pesetas y el resto contra otras divisas (7)

El concepto genérico de medios de pago de un país determinado está integrado por su moneda metálica, billetes del banco central y depósitos a la vista mantenidos en su sistema bancario. Sin embargo, como ya se ha dicho, en relación a los mercados de divisas se utiliza un concepto más restringido de medios de pago, que incluye solamente los depósitos a la vista. Las monedas y billetes, por los costes de su transporte y sus riesgos de pérdida, sustracción o falsificación, no se consideran divisas a estos efectos y su tipo de cambio es diferente al de éstas (8).

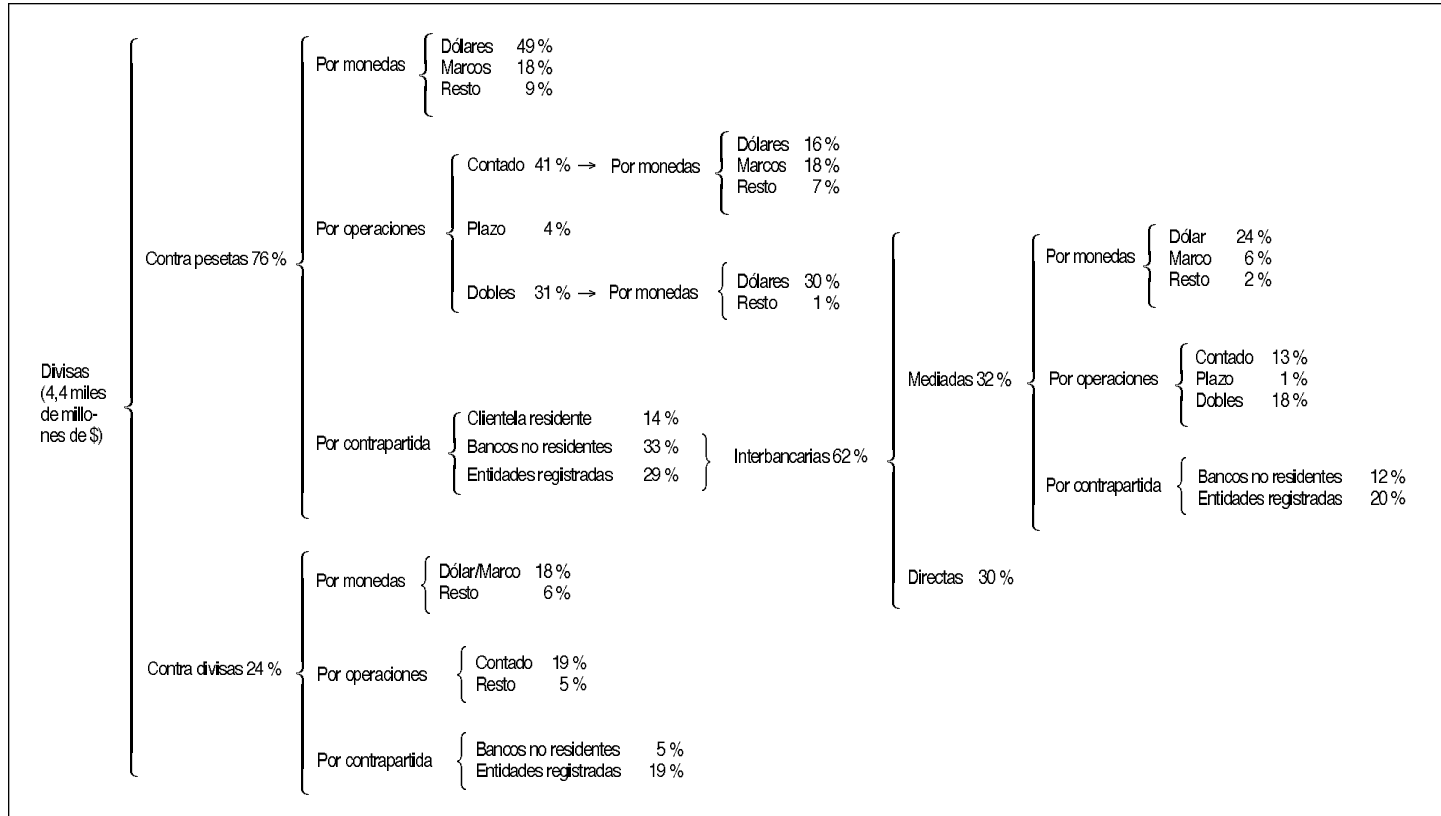
Tal y como se ha definido el mercado español de divisas, es evidente que pueden afluir a él toda clase de divisas. Sin embargo, existe un grupo de ellas admitidas a *cotización oficial*, para las que el Banco de España publica todos los días hábiles su tipo de cambio oficial, obtenido en la forma que se comenta más adelante (cuadro VIII.7).

(6) En el cuadro se observa que, por localización, continúa la primacía del mercado de Londres, mientras que, por ámbitos, el segmento interbancario es con mucho el más importante, registrando el 83,3 % de la negociación neta, con clara primacía de las operaciones entre bancos residentes en diferentes países.

(7) Las cifras de este apartado corresponden al mes de abril de 1989 y han sido tomadas de J. L. Alzola, «El mercado de divisas en España: volumen y composición», *Boletín Económico*, Banco de España, septiembre de 1989.

(8) Lógicamente, las operaciones con billetes están sometidas a normas de control de cambio específicas; dentro de ellas, su tipo de cambio se forma libremente por el juego de la oferta y la demanda.

VIII.6. MERCADO ESPAÑOL DE DIVISAS: NEGOCIACION MEDIA DIARIA



VIII.7. DIVISAS ADMITIDAS A COTIZACION OFICIAL

1. Dólar USA	11. Escudo portugués
2. ECU	12. Dracma griego
3. Marco alemán	13. Dólar canadiense
4. Franco francés	14. Franco suizo
5. Libra esterlina	15. Yen japonés
6. Lira italiana	16. Corona sueca
7. Franco belga	17. Corona noruega
8. Florín holandés	18. Marco finlandés
9. Corona danesa	19. Chelín austríaco
10. Libra irlandesa	20. Dólar australiano

Como muestra el cuadro VIII.6, en las operaciones contra pesetas la divisa más negociada en el mercado español es el dólar, seguido a gran distancia por el marco alemán; monedas entre las que, a su vez, se realizan las tres cuartas partes de la operación de divisas contra divisas.

VIII.2.4. Miembros del mercado

Al igual que los principales mercados de divisas del mundo, el español es básicamente un mercado no organizado, en el sentido en el que este concepto se viene utilizando, aunque exista la supervisión del Banco de España ya citada. Pese a ello, en el epígrafe VIII.2.2 se ha explicado en qué sentido se considera que son miembros del mercado español de divisas las denominadas *entidades registradas*, que son entidades de crédito, prácticamente todas, a las que el Banco de España ha concedido autorización para que puedan realizar operaciones con divisas (9). En la práctica, las entidades registradas operan en los mercados de divisas siempre por cuenta propia, independientemente de que la iniciativa de cualquier operación sea suya o consecuencia de la oferta o demanda de divisas por parte de sus clientes.

La actuación en este mercado de las entidades registradas cuenta, como limitación, que no pueden superar la «*posición en moneda extranjera*» que, para controlar su riesgo de tipo de cambio, les haya asignado individualmente el Banco de España (10). Una «posición» se define co-

(9) Normalmente, esta autorización abarca, además de la compraventa de billetes y divisas convertibles, la apertura y mantenimiento a nombre propio de cuentas en divisas convertibles, la apertura y mantenimiento en su pasivo de cuentas de no residentes en pesetas convertibles, y la toma de fondos en el exterior para su colocación dentro y fuera de España.

(10) Para ampliar estos temas, véase el epígrafe V.3.1.

mo el saldo neto de los activos (salvo inversiones permanentes) y pasivos, al contado o a plazo, que una entidad mantiene en una determinada moneda. Cuando este saldo es cero, la posición se denomina cerrada y, en caso contrario, abierta, que, a su vez, puede ser larga (activos > pasivos) o corta (activos < pasivos). El Banco de España fija, como salvaguardia de la solvencia de cada entidad, el porcentaje máximo de sus recursos propios que pueden alcanzar las posiciones cortas y largas, tanto en cada moneda como en el conjunto de ellas (11).

Por lo demás, las entidades registradas no tienen otras limitaciones para operar con no residentes o con otras entidades autorizadas. En las ventas de divisas a su clientela residente no bancaria, ésta, como ya se ha dicho, debe comunicar la utilización de las divisas con fines estadísticos y de control fiscal.

VIII.2.5. Organización

Organizativamente, el mercado español de divisas es un típico mercado descentralizado de especialistas. Por ello, como ya se ha visto en este tipo de mercados, para tratar de su funcionamiento es preciso distinguir dos ámbitos de negociación: el de las operaciones de las entidades registradas con su clientela no bancaria y el de las operaciones interbancarias. Comenzando por este último, hay que distinguir, a su vez, entre la sesión del mercado propiamente dicha y el procedimiento para calcular los cambios oficiales.

La *sesión* se desarrolla de 9,30 a 17 horas, de lunes a viernes, salvo los días declarados inhábiles. La cotización de precios es telefónica y por pantalla y la negociación y case de operaciones, a los tipos de cambio libremente pactados, se puede realizar por teléfono, si bien cada vez es más importante el case de operaciones mediante el tecleo directo de los operadores. Ambos procesos pueden llevarse a cabo directamente entre las partes interesadas o a través de mediadores especializados (brokers) que, con idénticas funciones que en los restantes mercados, actúan sin asumir más riesgos que los derivados de errores materiales en su labor de mediación.

Hasta 1991, la determinación de los *cambios oficiales* se producía en la denominada sesión oficial, que se desarrollaba los días de mercado, normalmente a las 12,30, en los locales del Banco de España y bajo su

(11) Además, a efectos del coeficiente de recursos propios, la suma de las compras y de las compraventas a plazo de divisas, contra pesetas o divisas, computan con un multiplicador del 0,25 %, mientras que las posiciones abiertas en divisas consumen recursos propios, con un multiplicador del 7,5 %.

presidencia. En ella, la cotización se realizaba de viva voz, y el cambio base («fixing») de cada divisa se obtenía calculando la media ponderada de las operaciones cruzadas durante esta sesión oficial. Si no había cruce de operaciones, se obtenía calculando la media aritmética de los últimos cambios, comprador y vendedor, cotizados. Posteriormente, aplicando a estos cambios base determinados diferenciales (en los últimos años, $\pm 1,125$ por mil) se calculaban los cambios oficiales comprador y vendedor.

Actualmente, el procedimiento para calcular los cambios oficiales es el siguiente. Cada día hábil, el Banco de España selecciona aleatoriamente, mediante un programa de ordenador, cinco entidades autorizadas y dos mediadores que, antes de las 14,15 horas, deben cotizar un tipo de cambio marco alemán/peseta, en firme para un importe mínimo de un millón de marcos. Despreciando los tipos de cambio más alto y más bajo de los cotizados, se calcula la media aritmética de los restantes, obteniéndose así el *cambio base* («fixing») frente al marco.

A continuación se realiza la denominada *ronda de concertación* en la que participan telefónicamente los bancos centrales de 18 países, que comunican los tipos de cambio de sus respectivas monedas respecto al dólar estadounidense. La ronda comienza por Alemania, lo que permite fijar el cambio cruzado dólar USA/peseta, y en ella el Banco de Inglaterra, como país anfitrión del principal mercado de divisas, comunica los tipos de cambio con el dólar vigentes para las monedas de países que no participan en la ronda (dólar australiano, por ejemplo). Cruzando los tipos de cambio comunicados se obtienen los cambios base de las divisas admitidas a cotización oficial frente a la peseta. Aplicando a estos cambios base un diferencial de $\pm 0,15$ %, se obtienen los *cambios oficiales comprador y vendedor*, cuya utilización se comenta a continuación, que inmediatamente se difunden a través de pantallas de las agencias de información económica y que se publican en el Boletín Oficial del Estado.

Por su parte, las operaciones con la *clientela no bancaria* se realizan de forma descentralizada, a tipos de cambio libremente pactados, salvo para las operaciones cuyo contravalor en pesetas no supera los veinte millones de pesetas, a las que es obligatorio aplicar los cambios oficiales comprador y vendedor, antes citados, u otros más favorables (12).

La *liquidación* de las operaciones cruzadas en ambos segmentos, que lógicamente comprende movimientos de pesetas y de divisas, no es-

(12) Dado que el ámbito interbancario de negociación se desarrolla en un mercado continuo de varias horas de duración, a lo largo de ellas los precios pueden variar por encima o por debajo de los cambios oficiales; por tanto, éstos no tienen por qué ser los más favorables para el cliente.

tá organizada, por lo que se realiza por procedimientos muy variados, de los que sólo cabe mencionar los más básicos. En el caso de las entidades españolas, las pesetas acaban liquidándose en las cuentas de Tesorería, propias o domiciliarias, que las entidades registradas tienen abiertas en el Banco de España, si bien, para los pagos minoristas, previamente se establecen saldos netos en la denominada segunda sesión de las cámaras de compensación tradicionales. Para el movimiento de las divisas, se suelen cursar las oportunas comunicaciones a los bancos donde las entidades registradas mantienen sus depósitos de divisas: órdenes de pago, para las divisas vendidas, y avisos de que se van a recibir, para las compradas. El medio más frecuente para realizar estas comunicaciones son mensajes transmitidos a través de la red SWIFT, a la que están adheridas las principales entidades autorizadas, o, alternatively, envío de telex, con clave en el caso de las ventas de divisas.

El cuadro VIII.6 muestra que, siguiendo patrones muy similares al resto de mercados de divisas, en el español sólo el 14 % de las operaciones de las entidades autorizadas son con clientela residente no bancaria y todas ellas contra pesetas. El 86 % restante son operaciones interbancarias, ya sean con otras entidades registradas (29 % contra pesetas y 19 % contra otras divisas), ya con bancos no residentes (33 % contra pesetas y 5 % contra otras divisas).

Más de la mitad de las operaciones interbancarias contra pesetas se negocian a través de mercederos especializados, españoles o extranjeros, que, sin embargo, apenas actúan en las operaciones de divisas contra divisas.

VIII.2.6. Operaciones

Dentro de las operaciones realizadas en el mercado español de divisas, hay que distinguir, en primer lugar, entre operaciones simples y dobles. Son *simples* las operaciones que constan de una sola transacción. Estas operaciones simples, que suponen en torno al 65 % del mercado (45 % contra pesetas y el resto contra otras divisas), cuando entre la fecha de contratación y la de liquidación median hasta dos días hábiles inclusive, se consideran *al contado* o «spot» (60 % del mercado) y cuando median tres días o más se consideran *a plazo* o «forward» (5 % del mercado).

Por su parte, en una *operación doble* (o «swap») se pactan entre las mismas partes dos transacciones de sentido contrario relativas a igual importe de la misma divisa y para liquidar en diferentes fechas (contado-contado, contado-plazo o plazo-plazo).

Como muestra el cuadro VIII.6, en las operaciones contra pesetas, el marco alemán es la moneda más negociada en las operaciones al contado, mientras que el dólar representa la práctica totalidad de las operaciones a plazo.

Además de estas operaciones, las entidades registradas pueden realizar operaciones en los mercados organizados y no organizados de FRAs, futuros, opciones, etc., sobre divisas, tanto por cuenta propia como por cuenta de sus clientes (13).

VIII.2.7. Actuación

Para analizar las actuaciones en los mercados de divisas, hay que distinguir, como en otros mercados, entre el Banco de España y los restantes miembros del mercado.

En la actividad del *Banco de España* hay que distinguir, a su vez, entre cuando actúa como un miembro más del mercado, es decir, gestionando las reservas centrales de divisas y como banquero del Estado, y cuando actúa como autoridad cambiaria. En este último caso, como ya se ha dicho, la actuación del Banco de España está condicionada, en gran parte, por los compromisos adquiridos respecto al tipo de cambio de la peseta con las principales monedas europeas, como consecuencia de la integración de aquélla en el mecanismo restringido de cambios del *Sistema Monetario Europeo*, llevada a cabo en 1989.

Como es sabido, el Sistema Monetario Europeo, creado en 1979, es una de las piezas claves en el proceso de integración hacia la unión monetaria y económica europea. Su objetivo específico, en la etapa actual, es el mantenimiento de un sistema de tipos de cambio fijos, aunque ajustables si existen desequilibrios estructurales, entre las monedas que lo integran: todas las de los países comunitarios, excepto Grecia y Portugal.

Como elementos básicos cuenta, en primer lugar, con la *unidad monetaria (ECU)*, moneda cesta formada por cantidades fijas de las monedas comunitarias, que emite el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM). Está concebida para que llegue a ser moneda de pago y de reserva de los países europeos y es una pieza clave del segundo elemento básico del sistema: los *mecanismos de cambio e intervención*.

Estos se basan, en primer lugar, en el establecimiento de la denominada *parrilla de paridades*, a partir de tipos de cambio fijos (*paridades*

(13) Véase, en el capítulo V, el apartado dedicado a futuros sobre el tipo de cambio con el dólar y con el marco alemán.

centrales) entre el ECU y las diferentes monedas que lo integran. Estos tipos son ajustables siempre que exista acuerdo entre los países participantes. En segundo lugar, cruzando estas paridades centrales se fijan los *tipos centrales bilaterales*, que relacionan entre sí las monedas participantes. Aplicando a los tipos centrales bilaterales unos diferenciales fijados actualmente en $\pm 6\%$ para la peseta y la libra esterlina y de $\pm 2,25\%$ para las restantes monedas se obtienen los *límites máximos de fluctuación*, entre los cuales la autoridad cambiaria de cada país queda comprometida a mantener el tipo de cambio de su moneda.

Cuando el tipo de cambio entre dos monedas llega a estos límites, sus bancos emisores están obligados a realizar, por las cantidades que sea preciso, las denominadas *intervenciones marginales* (14). Sin llegar a estas situaciones extremas, el Banco de España, al igual que los restantes bancos centrales participantes, puede decidir unilateralmente comprar o vender divisas, ya sea porque el tipo de cambio de la peseta tiende a apartarse de la senda que él mismo fija para cada día (*intervenciones intramarginales*) o en apoyo de otras monedas. Estas intervenciones se realizan en diferentes divisas, siendo práctica habitual, obligatoria con los países integrantes del Sistema Monetario Europeo, su comunicación previa al banco central emisor de la moneda que se va a comprar o vender.

Para ello, el Banco de España vigila constantemente la evolución del mercado, tanto a través de las pantallas de cotización, como mediante contactos telefónicos con las entidades más activas en este mercado. Cuando detecta que el tipo de cambio de la peseta tiende a alejarse de los objetivos cambiarios establecidos por él mismo, que no son hechos públicos, realiza, directa o indirectamente, las compraventas de divisas que estima necesario, eligiendo libremente el procedimiento que considera más adecuado para lograr el impacto buscado (15).

Para facilitar, en caso necesario, estas intervenciones, existe un tercer elemento básico del Sistema Monetario Europeo: los mecanismos de *apoyo financiero*. El principal de ellos son préstamos a muy corto plazo que un banco central que necesite una moneda para venderla en los

(14) Aunque exceda del contenido de este capítulo, hay que mencionar la posibilidad, obvia y plenamente vigente, de que el cumplimiento de estos compromisos cambiarios plantee serias dificultades para alcanzar objetivos internos de política monetaria. Piénsese, por ejemplo, en una política monetaria interna restrictiva que implique niveles comparativamente altos en los tipos de interés. Es evidente que absorber en el mercado la liquidez creada por la entrada de capitales atraídos, puede exigir nuevas elevaciones de tipos de interés, que realimenten el proceso.

(15) Esta intervención habitual no excluye la posibilidad de compraventas ocasionales con cualquier entidad registrada.

mercados de cambios puede solicitar a su correspondiente banco emisor (16).

Por su parte, las *entidades registradas*, además de las operaciones inducidas por su clientela no bancaria, y siempre que no sobrepasen los límites de la posición que el Banco de España les haya asignado, pueden realizar las actuaciones tradicionales en todos los mercados y que ya han sido comentadas: mantener posiciones activas financiadas en monedas diferentes, crear mercado cotizando precios comprador y vendedor para diferentes monedas y plazos, realizar operaciones de cobertura y especulación, arbitrar entre diferentes monedas y plazos, etc.

(16) Los restantes mecanismos de apoyo, préstamos para financiar a corto plazo déficit en la balanza de pagos y posibilidades de movilización de ECU, prácticamente no han sido utilizados.