

MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA PÚBLICA

Tomo I

Gabriel Quirós
(coordinador)

Banco de España - Servicio de Estudios
Estudios Económicos, nº 63 - 1998

Este documento contiene gráficos vinculados. Para verlos, sitúese sobre el texto “ver gráfico...” que aparece en su lugar y pulse el botón izquierdo del ratón. Para continuar la lectura del documento, vuelva a pulsar el botón izquierdo del ratón.

MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA PÚBLICA

Tomo I

Gabriel Quirós Romero (coordinador),
Jaime Esteban Velasco,
Ignacio Iglesias Araúzo,
José Ramón Martínez Resano,
Ramón Miras Martínez
y Román Santos Sanz

El Banco de España, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

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

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

ISSN: 0213-2699

ISBN obra completa: 84-7793-624-2

ISBN: 84-7793-625-0

Depósito legal: M. 30115-1998

Imprenta del Banco de España

ÍNDICE

	<i>Páginas</i>
PRÓLOGO	9
I. PERSPECTIVA DEL MERCADO ESPAÑOL (Gabriel Quirós Romero)	11
I.1. Mercado primario	11
I.2. Mercado secundario	19
II. MERCADO PRIMARIO (Jaime Esteban Velasco)	27
II.1. Introducción	27
II.2. Flujos contables	28
II.2.1. Déficit público y necesidad de financiación .	28
II.2.2. Necesidades de emisión. Concepto de emi- sión bruta y emisión neta	30
II.2.3. Evolución de las necesidades financieras y de la política de emisión del Estado	32
II.3. Instrumentos emitidos	34
II.3.1. Introducción	34
II.3.2. Letras del Tesoro	37
II.3.3. Bonos del Estado	38
II.3.4. Obligaciones del Estado	39
II.3.5. Otras características de las emisiones	40
II.3.6. Otros instrumentos	42
II.3.6.1. Deuda especial	42
II.3.6.2. Subasta especial de préstamos . .	44
II.3.6.3. Permutas de intereses y líneas de crédito movilizables mediante le- tras del Tesoro	46
II.3.6.4. <i>Strips</i>	47
II.3.6.5. Financiación en divisas	49

	<u>Páginas</u>
II.4. Técnicas de emisión.....	49
II.4.1. Las subastas de deuda.....	50
II.4.1.1. Las segundas vueltas.....	53
II.4.1.2. Procedimiento de suscripción pública posterior a la subasta.....	55
II.4.2. Calendario de emisiones y sistema de anuncio de cantidades.....	56
II.4.3. La fungibilidad de las emisiones.....	58
II.4.4. Otras cuestiones.....	59
II.4.4.1. Los canjes de deuda.....	59
II.4.4.2. La amortización anticipada de valores.....	60
II.4.4.3. El mercado gris o «para cuando se emita».....	61
II.5. Análisis de la participación en las subastas.....	61
III. MERCADO SECUNDARIO (Román Santos Sanz).....	69
III.1. Introducción.....	69
III.1.1. Caracterización del mercado.....	69
III.1.2. Evolución histórica.....	71
III.2. Operaciones.....	72
III.2.1. Descripción y clasificación.....	73
III.2.2. Significación económica.....	77
III.2.3. Contabilización.....	81
III.2.4. Cartera registrada y cartera a vencimiento.....	84
III.3. Miembros del mercado.....	86
III.3.1. Titulares de cuenta a nombre propio.....	87
III.3.2. Entidades gestoras.....	88
III.3.3. Cambios futuros en la tipología de miembros del mercado.....	89
III.4. Otros participantes en el mercado.....	91
III.4.1. Mediadores.....	91
III.4.2. Terceros.....	92
III.5. Áreas del mercado.....	92
III.5.1. Mercado entre titulares.....	93
III.5.2. Mercado de gestoras con terceros.....	97
III.6. Negociación.....	98
III.7. Actividad por grupos de agentes.....	107
III.7.1. Banco de España.....	107
III.7.2. Entidades de depósito.....	110

	<u>Páginas</u>
III.7.3. Otras instituciones financieras	112
III.7.3.1. Fondos de inversión	112
III.7.3.2. Fondos de pensiones	114
III.7.3.3. Empresas de seguros	115
III.7.4. Sector residente no financiero	115
III.7.4.1. Empresas no financieras	115
III.7.4.2. Familias	116
III.7.5. Sector no residente	117
ANEJO III.A. NEGOCIACIÓN SEPARADA DEL PRINCIPAL Y LOS INTERESES DE LA DEUDA DEL ESTADO SEGREGABLE. APLICACIÓN TÉCNICA 2/1997	122

PRÓLOGO

Desde la creación del Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado (SACDE), en 1987, ha existido la necesidad de contar con un texto en el que se pudiera encontrar la mayor parte de los aspectos organizativos y de funcionamiento del mercado, como lo muestran las peticiones procedentes de numerosos y diversos ámbitos.

Este trabajo trata de llenar ese vacío y, por ello, se ha planteado con un enfoque descriptivo, como un libro de consulta. En el primer capítulo se ofrece una panorámica general del mercado español, en el contexto de los principales mercados europeos de deuda pública.

Siguiendo un guión clásico de este tipo de trabajos, los capítulos II y III se dedican, respectivamente, al mercado primario y al mercado secundario. El capítulo II desarrolla, sobre todo, la descripción de los instrumentos que utiliza el Tesoro y las técnicas de emisión de que dispone. Por otra parte, analiza la participación de los agentes y la distribución de las pujas en las subastas.

El capítulo III aborda el funcionamiento del mercado secundario: en primer lugar, lleva a cabo una exposición detallada de los diferentes tipos de operaciones, de su contabilización y de su significación financiera; en segundo lugar, clasifica y define los participantes en el mercado; a continuación, se exponen las grandes líneas de la negociación y, finalmente, se analiza el grado de actividad por grupos de agentes en este mercado. También se incluye un anejo, que describe el funcionamiento de la nueva capacidad del SACDE, esto es, la negociación separada del principal y de los intereses de la deuda del Estado segregable.

El capítulo IV lleva a cabo una exposición detallada de los mercados derivados organizados de deuda pública, haciendo un repaso tanto de los fundamentos institucionales y organizativos de la cámara oficial de compensación y liquidación, como un análisis pormenorizado del funcionamiento de los mercados de futuros y opciones sobre deuda pública.

El capítulo V describe el Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado y su relación con el Servicio Telefónico del Mercado de

Dinero (STMD), que constituyen la auténtica «infraestructura» del mercado. Se cierra con la exposición del proceso de redenominación de la deuda registrada en el SACDE, al inicio de la Tercera Fase de la Unión Monetaria, que se detalla en un anejo.

El capítulo VI desarrolla la base legal del mercado, haciendo un amplio repaso tanto del marco jurídico en el que se inscribe la legislación sobre deuda pública como de un análisis más pormenorizado de la normativa que rige los valores anotados, la transformación de valores y su registro, los miembros del mercado y otros participantes, entre otros aspectos.

Por último, debe resaltarse que, a lo largo de una buena parte de este libro, y en especial en los capítulos III y VI, se realiza la descripción tanto de la normativa aplicable en la fecha de cierre de la edición como de las perspectivas que abre la adaptación de la legislación española a la Directiva de Servicios de Inversión, según el Proyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, publicado en el *Boletín Oficial de las Cortes Generales* el 12 de febrero de 1997.

PERSPECTIVA DEL MERCADO ESPAÑOL

GABRIEL QUIRÓS ROMERO (1)

En este primer capítulo (2), se presenta una perspectiva global del mercado español, tomando como referencia los principales mercados europeos de deuda pública. Con ello se pretende poner en contexto la detallada descripción del mercado español que se realiza a lo largo del libro y ofrecer, por tanto, algunos criterios que permitan su valoración. En el apartado I.1 se discute el mercado primario, y en el apartado I.2, el mercado secundario.

I.1. Mercado primario

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

A continuación se realiza una valoración de los principales instrumentos y alternativas existentes en los países europeos. Antes, conviene hacer explícito que toda política de emisión de deuda pública se enfrenta

(1) Este libro no hubiera sido posible sin la cualificada y estrecha colaboración de numerosos miembros de la Oficina de Operaciones. La detallada revisión a la que lo sometieron Gonzalo Gil y Javier Aríztegui ha favorecido el resultado final. La paciente labor de edición de Ana María Jorreto y Aurora Ortiz ha ayudado a lo largo de las numerosas revisiones previas. A todos ellos, los autores les queremos expresar nuestro agradecimiento, al tiempo que asumimos exclusivamente los errores o deficiencias que aún puedan existir.

(2) Este capítulo constituye una revisión y actualización de parte del Documento de Trabajo nº 9703, *Una valoración comparativa del mercado español de deuda pública*, Servicio de Estudios, Banco de España.

a una *alternativa* fundamental: concentrar la captación de financiación en un selectivo y reducido grupo de valores negociables, con el objeto de impulsar su liquidez, o bien adoptar un enfoque ecléctico, que incorpore una extensa gama de instrumentos, con el objeto de adaptar la política de emisiones a un amplio y diverso abanico de potenciales demandantes.

En relación con esta alternativa, se adelanta que se argumentará sobre la conveniencia de evitar la utilización de un número amplio y disperso de instrumentos, por dos razones básicas. Por un lado, porque conlleva una inevitable segmentación del mercado, lo que acarrea el consiguiente impacto negativo sobre la liquidez del mismo. Por otro, por el aumento del coste de administración de la deuda pública que ello implica. Por tanto, como criterio general, es posible defender que la incorporación de nuevos instrumentos a los ya existentes en un mercado de deuda pública solo debe hacerse tras superar un análisis que, frente a los costes señalados, muestre con claridad los beneficios netos obtenidos por las innovaciones potenciales, consistentes en la disminución de la carga financiera de la deuda pública. No obstante, hay que reconocer que, a menudo, la situación presente no es tanto una elección consecuente como la continuación de prácticas históricas que han arraigado en los ahorradores y en el sistema financiero, por lo que su modificación es difícil. Formuladas las observaciones anteriores, la situación existente en el mercado español y en algunos europeos se puede resumir en los siguientes términos.

1.1.1. Utilización de valores no negociables. Es, quizás, el ejemplo más evidente de la inercia del pasado a la que se ha aludido anteriormente. Este tipo de instrumentos exige, normalmente, redes de distribución muy amplias que permitan llegar hasta los agentes con menor grado de información financiera, para los que fueron diseñados y, aún en la actualidad, van dirigidos. La necesidad de disponer de redes de distribución al margen del sistema bancario es clara, porque las entidades bancarias no tienen ningún incentivo para promover instrumentos sustitutos próximos de los tradicionales depósitos. Existen programas permanentes de emisión (3) en el Reino Unido, Italia y Alemania. En estos tres países los emisores disponen, en efecto, de instituciones públicas con suficientes recursos y empleados que les permiten llegar al grupo de población destinatario. En el Reino Unido existe un organismo público de considerables dimensiones dedicado exclusivamente a esta tarea, el «National Savings Department». En Italia, el Tesoro se vale de la extensísima red de sucursales de la Caja Postal. En Alemania, los emisores públicos utilizan la amplia red de oficinas del Bundesbank.

(3) En España y en Francia se ha realizado alguna emisión aislada de deuda no negociable en los últimos años, como la Deuda Especial española.

Una característica distintiva de los valores no negociables es que su rentabilidad suele quedar relativamente alejada de la curva tipo-plazo del mercado, bien por intención del emisor, bien porque se ajusta con mucho retraso a las circunstancias cambiantes del mercado, o bien, incluso, por las ventajas fiscales que en ocasiones conllevan: todo ello hace que la canalización de ahorro a través de estos instrumentos no mantenga la estabilidad que se suele citar como una ventaja destacable de los mismos y que, cada vez más, dependa de la relación existente entre las rentabilidades relativas de los valores negociables y no negociables.

El propio desarrollo de los mercados financieros ha hecho cada vez menos necesarios y menos atractivos los valores no negociables, tanto para los emisores como para los ahorradores, por lo que su importancia ha ido disminuyendo: en definitiva, se ha observado en los últimos años un proceso de confluencia hacia los valores negociables. No obstante, los instrumentos no negociables posiblemente perduren, aunque solo sea por la propia existencia o características de las estructuras administrativas a través de las que se distribuyen. El establecimiento más reciente del mercado español, en 1987, puede ser la razón más importante que explica la inexistencia de este grupo de instrumentos que, en ocasiones, ha constituido una auténtica rémora del mercado.

1.1.2. Dentro de los *valores negociables*, el contraste más fuerte que se observa entre los principales mercados europeos consiste en la utilización o no de *valores a corto plazo* (letras del Tesoro): ni en Alemania ni en el Reino Unido se emiten, al menos de forma significativa (4). En estos países la práctica totalidad de la financiación se obtiene a plazos a partir de tres años. En cambio, en Italia y en España representan, a principios de 1997, en torno a un tercio de la deuda negociable del Estado, y en Francia, una décima parte.

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

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

demanda, es de importancia determinante la mejor aceptación de activos a medio y largo plazo en países con mayor estabilidad monetaria y tradición de los mercados a largo plazo.

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

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

No obstante, las diferencias señaladas entre estos dos grupos de países, con respecto a la utilización relativa de plazos cortos o largos, han tendido a reducirse a medida que los inversores y los emisores han ido anticipando la unificación de las curvas tipo-plazo, en el contexto de la Unión Económica y Monetaria.

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

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

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

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

En cuanto al primero, los criterios de elección coinciden con algunos de los ya comentados para la alternativa entre valores a corto plazo o a medio y largo plazo. Con la única excepción del Reino Unido, país en el que existe una clara tendencia a usar plazos muy dilatados de emisión, en el resto, los plazos dominantes son los de cinco y diez años.

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

Aunque todos los mercados desarrollados de deuda pública a medio y largo plazo han ido consolidando progresivamente el bono de cupón fijo como el instrumento fundamental de los mismos, también es cierto que, de forma más o menos recurrente, surgen propuestas en todos los países sobre la conveniencia de establecer líneas de financiación en bonos con cupón variable y/o indiciado. Antes de entrar brevemente en este debate, se debe adelantar que la posición que se mantiene es completamente contraria a la incorporación de cupones variables o indiciados (por razones distintas) y que se considera que su ausencia en el mercado español es una característica positiva del mismo (5) (en especial, en el caso de los bonos de cupón variable).

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

Las consecuencias esenciales de los bonos a tipo variable son dos: que pierden características de los valores de renta fija y que transforman los tipos de interés de la «deuda a medio y largo plazo» en tipos a corto

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

plazo. De aquí se desprenden efectos negativos sobre el desarrollo del mercado: suponen una ruptura o segmentación de los mercados convencionales, por lo que, en la medida en que tengan éxito, irán restando atención y liquidez a los bonos de cupón fijo, al tiempo que hacen aumentar el coste de administración de la deuda pública.

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

En cierta forma, un bono a tipo variable es equivalente, para el tenedor, a una estrategia de renovación de letras del Tesoro (que, por cierto, es muy utilizada en el mercado español): o, dicho de otra forma, el agente puede construir «su» bono a tipo variable, a partir de la letra del Tesoro. En cambio, para el emisor supone una fuerte pérdida de flexibilidad en la política de emisión frente a las letras del Tesoro, porque ante una eventual evolución de la curva tipo-plazo hacia una pendiente negativa no podrá sustituir cupones variables por fijos y, por tanto, reducir la carga financiera de la deuda con la rapidez que le facilitan las letras del Tesoro.

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

Por lo que se refiere a los bonos con cupón indiciado, son aplicables algunas de las consideraciones hechas para el caso de los bonos a tipo variable, en cuanto que implican una cierta segmentación del mercado de renta fija, pero mantienen diferencias muy considerables. Este tipo de instrumentos tiene como finalidad cubrir al ahorrador (y, en menor medida, al emisor) de variaciones en los tipos de interés reales recibidos o pagados, derivados de cambios no anticipados en la tasa de inflación:

por ello, la idea básica es que tanto el principal como el cupón son ajustados a su vencimiento a la evolución de la inflación, en el período anterior. Tan solo en dos países (Reino Unido e Israel) estos instrumentos son verdaderamente importantes. En el caso británico, en los últimos años, en torno al 20 % del saldo de valores negociables públicos estaba constituido por bonos indicados y las autoridades tienden a reafirmar su voluntad de mantener esta participación (6).

Se puede identificar como un problema importante de estos valores su falta de liquidez. No obstante, el inconveniente más decisivo que han encontrado en países con cierta tradición inflacionista no se encuentra tanto en la organización del mercado como en un plano de carácter más general, relacionado con consideraciones de política económica global: en economías con dificultades para avanzar en la reducción de la inflación, debido en gran parte al fenómeno de la indicación generalizada de precios y salarios, la utilización de estos instrumentos podría haberse interpretado como un ejemplo contradictorio —auspiciado por las propias autoridades— con laperseguida y necesaria flexibilidad en el funcionamiento de los mercados (7).

1.1.4. Por último, en relación con los instrumentos, se pueden mencionar algunas *innovaciones aparecidas* (8) en los últimos años, en buen número de mercados. Destacan los bonos cupón-cero (o bonos con rendimiento implícito) y, muy especialmente, los *strips* (9). En la medida en que estos últimos dan lugar a un bono cupón-cero, la tónica que se ha seguido es potenciar los *strips* para, así, obtener como subproducto los bonos emitidos con rendimiento implícito. Por ello, a continuación se comentan brevemente los primeros.

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

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

(7) Por otra parte, tampoco la legislación vigente en España permite la utilización de estos valores: la Orden Ministerial de 14.11.1989 los prohíbe, haciendo uso de la facultad que el art. 25 de la Ley del Mercado de Valores confiere al Ministro de Economía y Hacienda.

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

(9) El término STRIPS hace referencia a *Separated Trading of Registered Interest and Principal of Securities*.

gresos (vencimientos) a un calendario predeterminado de pagos (el denominado *cash-flow matching*). En definitiva, se argumenta que, dadas estas y otras cualidades de los *strips*, la demanda de bonos con cupón fijo termina siendo estimulada.

Los *strips* aparecieron en 1982, en Estados Unidos, mientras que en Europa se implantaron en el mercado francés en 1991, al que han seguido el belga y el holandés; las autoridades británicas y alemanas los introdujeron en 1997, mientras que en el mercado español el *stripping* se ha establecido en enero de 1998. Ante esta secuencia temporal, conviene aclarar que los sistemas de anotaciones en cuenta permiten con facilidad (y desde luego es el caso del SACDE, Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado) la separación y reconstitución de los bonos existentes. El problema, por lo tanto, no ha sido técnico, sino fiscal: en España se ha debido modificar sensiblemente el tratamiento fiscal entre activos con rendimiento explícito e implícito para llevar a cabo la introducción de estos instrumentos (10).

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

En cuanto al calendario de emisión, en 1997 tan solo Francia, España e Italia publicaban al inicio de cada año, con precisión, las fechas y los plazos de emisión para todos los valores que emitirían: hasta 1995, no existía calendario oficial de emisiones en Alemania ni en el Reino Unido (11). El Reino Unido inició en el año fiscal 1995-1996 su publicación: ahora bien, se establecen fechas concretas de las subastas de *gilts*, pero no así su plazo, ni siquiera si se tratará de cupón fijo o indiciado: esto solo se precisa al final del trimestre precedente para el que se ha(n) anunciado la(s) subasta(s).

Por lo que se refiere a las técnicas de venta o colocación de los valores negociables, Francia, España e Italia lo hacen exclusivamente a tra-

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

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

vés de subastas públicas regulares, mientras que en el Reino Unido y en Alemania se siguen utilizando, o han sido habituales hasta fechas recientes, procedimientos especiales, entre los que destacan: establecimiento de períodos de suscripción (frecuentemente, a través de la bolsa), accesos restringidos para los creadores de mercado (12) (las *tap issues* británicas y la adquisición al precio medio resultante de la subasta, posteriormente a la misma, en Francia) y la sindicación o aseguramiento de la emisión (en Alemania).

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

I.2. Mercado secundario

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

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

A continuación se seleccionan aquellos aspectos que se consideran básicos para poder valorar el mercado español y que, además, están interrelacionados (13). Se mencionarán los siguientes: sistemas de cotización-negociación, creadores de mercado y mercado ciego, tipo de operaciones, sistemas de liquidación de operaciones y mercado de derivados. Por otra parte, la exposición se plantea en términos de la capacidad del mercado secundario de responder a los requerimientos de los grandes operadores, es decir, de «captar» la actividad desarrollada con los valores públicos nacionales y evitar su «fuga» a otros sistemas y centros financieros, enfoque este que puede resultar de especial importancia en el contexto de la Unión Económica y Monetaria.

1.2.1. En cuanto a los *sistemas de cotización-negociación*, el clásico criterio de distinción entre mercados centralizados y descentralizados es muy útil. En términos generales, se puede considerar que los mercados *oficiales* de deuda pública centralizados son el alemán y el italiano, mientras que el español sería el más descentralizado; los mercados francés y británico, si bien caen en esta última categoría, tienen relación con el mercado bursátil (14) y, por tanto, muestran algunos rasgos de mercados centralizados.

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

(13) Siguiendo con el enfoque que se ha imprimido al apartado de mercado primario, se trata ahora de valorar las características del mercado secundario español de forma sintética y de identificar sus ventajas e inconvenientes relativos. Para una visión de conjunto del funcionamiento del mercado, en especial en relación con los mecanismos de formación de precios, se puede consultar Ignacio Ezquiaga (1991), *El mercado español de deuda del Estado: estructura y formación de precios*, Ariel Economía.

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

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

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

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

En cambio, se puede señalar como diferencia importante de los creadores de mercado españoles con sus homólogos franceses y británicos que en estos países existe una separación entre creadores del mercado de deuda pública y contrapartidas del banco central en las operaciones de regulación monetaria diarias o de *fine tuning*. La confluencia de ambas

condiciones en el mismo grupo y con los mismos criterios solo se da, además de en España, en Italia (15).

En el período reciente, este ha sido un tema en estudio en el mercado español. Por un lado, parece lógica la separación, habida cuenta de la distinta finalidad de la figura del creador de mercado, en el ámbito monetario o en el de deuda pública: en el primero, los creadores deberían, ante todo, ser capaces de transmitir al conjunto del sistema bancario, de la forma más rápida y precisa posible, el grado de restricción monetaria establecido por el banco central en cada momento; por ello, ante todo, deberían ser participantes centrales en el mercado monetario; en el ámbito del mercado de deuda pública, en cambio, su función está al margen de consideraciones de política monetaria. Por otra parte, algunos cambios relacionados con la regulación de los mercados a nivel de la Unión Europea, como la Directiva de Servicios de Inversión, y con los preparativos para la ejecución de la política monetaria de la unión monetaria, son razones adicionales que apoyan la distinción entre dos categorías de creadores. Estos son los argumentos que han terminado impulsando la separación entre creadores de mercado de deuda pública y contrapartidas del Banco de España en las operaciones de mercado abierto de ajuste de la liquidez.

Por otra parte, el *mercado ciego* existe en la mayoría de países, a excepción de Italia (además de, lógicamente, Alemania). Y, en los tres países en los que está presente, la sensación es de funcionamiento no totalmente satisfactorio. En todos ellos, el mercado ciego parece tener, en ocasiones, una finalidad más orientativa sobre los precios que efectiva, en el sentido de dar lugar a la transacción. Por esto, a menudo, se considera que el mercado ciego es una fuente de información restringida para el núcleo del mercado, a partir de la cual los participantes en el mismo buscan mejores precios en una relación bilateral, externa a este; en este sentido, el ciego constituiría una referencia de precios «máximos», con cotizaciones de diferenciales oferta-demanda relativamente amplios. Este planteamiento, aun reflejando lo que sucede en momentos de incertidumbre en el mercado, omite una aportación básica del mercado ciego: que el propio «segundo escalón» (o mercado entre miembros, al margen del ciego) necesita, o al menos tiene a su disposición, una valiosísima fuente de información que termina orientando, con mayor o menor grado de determinación, las cotizaciones en el mismo.

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

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

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

El mercado de operaciones dobles es prácticamente inexistente en Alemania, solo se implantó en el Reino Unido en enero de 1996, y en el mercado francés se hubo de llevar a cabo, en 1993, una reforma legal, con el objeto de dotar a las operaciones dobles de una característica esencial de los *repos* o simultáneas españoles: el que se trata de dos operaciones a vencimiento independientes, lo que otorga completa seguridad jurídica sobre los valores o el efectivo a los participantes, en caso de que la contrapartida falle en la liquidación de la segunda operación.

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

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

También resulta ilustrativo el caso alemán. La conocida estrategia de control monetario basado en objetivos intermedios de cantidades ha mo-

tivado que no solo los valores a corto plazo, sino también los *repos* —en cuanto mecanismo que permite la adquisición temporal de valores a más largo plazo y, por tanto, la creación de activos líquidos a partir de los mismos—, han sido desincentivados en el ámbito doméstico. De esta forma, los agentes participantes en el mercado de deuda pública (no residentes y los propios bancos alemanes) han terminado creando un mercado de *repos* con valores alemanes, en Londres, lo que, posiblemente, ha constituido el factor decisivo en la localización de gran parte de la negociación y de los propios operadores fuera del mercado alemán.

Entre los asuntos pendientes en la regulación del mercado español de dobles, que pueden generar cierto debate en el futuro, se pueden mencionar los siguientes. En primer lugar, la conveniencia o no de continuar con la distinción entre *repos* y simultáneas, habida cuenta de la inevitable segmentación que introducen (16). En segundo lugar, en los mercados francés y británico, las operaciones dobles se ajustan a los términos de un «acuerdo marco» (o *master agreement*) que algunos operadores consideran conveniente: una posible explicación de la inexistencia del mismo en España se puede encontrar en el alto grado de «tutela» de la Central de Anotaciones que el funcionamiento del SACDE permite, como se ilustrará posteriormente, lo que haría innecesaria una mayor dosis de seguridad jurídica (17). En tercer lugar, en fin, cabe mencionar, no en el ámbito regulador, pero sí en la práctica habitual del mercado, la no aplicación de márgenes en los *repos* o simultáneas españoles (uno de los aspectos incluidos, por cierto, en los «acuerdos marco»).

Con respecto a las dos últimas cuestiones mencionadas, se puede apuntar que es probable que el mercado español termine evolucionando en el futuro hacia la formalización de algún tipo de acuerdo marco, en el que esté prevista la aplicación de márgenes en la valoración de los activos. La razón más importante se encuentra en el ámbito de la unificación de las políticas monetarias nacionales en el contexto de la unión monetaria, pues se ha decidido el establecimiento de un sistema de control de riesgos, consistente en la aplicación de márgenes y recortes de valoración, así como la actualización diaria de precios de los valores implicados en las operaciones (18).

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

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

(18) Véase Instituto Monetario Europeo (1997), *La política monetaria única en la Tercera Etapa*, Banco de España, septiembre.

1.2.4. También es necesario referirse a la importancia de los *sistemas de custodia, registro y liquidación de valores*. A pesar de que todos los sistemas han evolucionado hacia los esquemas de anotaciones en cuenta y comunicación electrónica de las operaciones, existen diferencias globales notables. Sin entrar en los detalles técnicos, es posible afirmar que buena parte de la eficiencia del mercado español de deuda pública se basa en su sistema de registro y liquidación de valores (19). Dos aspectos se pueden comentar, como ejemplos de lo que se está sosteniendo: el grado de información que el sistema suministra y la seguridad y bajo coste de las transacciones dobles.

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

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

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

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

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

1.2.5. Por último, los *mercados oficiales de derivados* de deuda pública han evolucionado de forma paralela a la de los respectivos mercados oficiales del subyacente, en cuanto a su capacidad de concentrar o no la actividad. Los futuros sobre bonos alemanes e italianos se negocian en Liffe y en los respectivos mercados oficiales nacionales (DTB y MIF), siendo, además, mucho más importante la contratación de estos futuros en el mercado londinense, con una proporción (en 1997) de, aproximadamente, 1,4 a 1 en el caso Liffe-DTB y de 5,3 a 1 entre Liffe y MIF. En cambio, no cristalizó, en su momento, el lanzamiento por Liffe del contrato de futuros sobre el bono español, de forma que Meffsa y Matif mantienen la exclusividad de sus respectivos mercados de futuros y opciones. Esta situación de los mercados de derivados da pie a pensar que los anclajes de la negociación del subyacente o del derivado en el mercado nacional terminan influyéndose mutuamente y dificulta la tendencia centralizadora de los mercados financieros europeos en Londres. No obstante, la evolución reciente de la negociación del futuro alemán en Liffe y DTB (que ha pasado a la proporción señalada, desde una relación de 7 a 3 en 1995) muestra la importancia decisiva que los sistemas electrónicos de contratación están teniendo en la actualidad, y de cómo parecen haberse constituido en un aspecto básico en la competitividad relativa de los mercados.

II

MERCADO PRIMARIO

JAIME ESTEBAN VELASCO

II.1. Introducción

El mercado primario se suele definir en la literatura financiera como aquel en el que se generan y extinguen los valores y la deuda que incorporan. En el caso particular de la deuda pública, la creación del SACDE, en 1987, puso las bases para la utilización de una gama de instrumentos de endeudamiento que, aunque sencilla, fuera suficiente para conjugar los deseos de los inversores, los objetivos de minimización de la carga financiera por parte del emisor y los requisitos de liquidez necesarios para evitar la segmentación del mercado, al tiempo que permitiera la consolidación de un ágil, amplio y profundo mercado secundario de los valores emitidos.

Adicionalmente, la creación del SACDE ha permitido al Tesoro, por un lado, satisfacer unas necesidades de financiación cada vez más importantes, de acuerdo con principios de mercado y de manera compatible con una política monetaria cuyo objetivo final es lograr la estabilidad de precios. Por otro, ha posibilitado la extensión del mercado hasta los inversores últimos, bien directamente, bien a través del desarrollo de otras modalidades de inversión institucional, especialmente los fondos de inversión, así como atender a la demanda de los inversores mayoristas a través del desarrollo de una operatoria similar a la existente en los mercados de deuda más avanzados.

En definitiva, la creación de las letras del Tesoro, sin duda el instrumento con mayor aceptación por los pequeños inversores, y la modernización de las características de los bonos y obligaciones del Estado han supuesto la ventaja de establecer un conjunto sencillo de instrumentos de financiación que abarca, no obstante, la mayor parte de los plazos y características demandados por el mercado.

En el presente capítulo se hace referencia, a lo largo de los sucesivos epígrafes, a los conceptos básicos referentes a la contabilidad del Estado, a la evolución de la política de endeudamiento del Estado, a las características de los valores emitidos por el Estado, a las técnicas de emisión de dichos instrumentos y al análisis de la participación en las subastas.

II.2. Flujos contables

El estudio de la evolución de las necesidades de financiación del Estado y de su política de financiación obliga a la utilización, de forma recurrente, de diferentes conceptos contables relativos a la actividad financiera de las Administraciones Públicas (AAPP). Por lo tanto, antes de abordar un breve análisis de la evolución de estos agregados, se realiza, en este epígrafe, un repaso de las definiciones más utilizadas.

II.2.1. Déficit público y necesidad de financiación

Uno de los ámbitos de mayor complejidad de la estadística económica es el de la contabilización de la actividad de las AAPP. La consideración de diferentes ámbitos institucionales, de diversos criterios de imputación temporal de las transacciones y de multitud de operaciones implica la aplicación de distintos principios y criterios contables y, consecuentemente, la utilización de numerosas definiciones de un mismo concepto económico. La determinación de la necesidad (capacidad) de financiación del Estado es, en particular, uno de los ejemplos de la problemática anteriormente expuesta.

Las fuentes estadísticas originales en las que se incluye información sobre la actividad económica estatal en España son: la contabilidad pública, que realiza la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE), las cuentas nacionales, que publica el Instituto Nacional de Estadística (INE), y las cuentas financieras, que elabora el Banco de España.

Los conceptos básicos que recogen el saldo contable de la actividad económica del Estado se refieren, por un lado, al concepto de *déficit (superávit) de caja no financiero* y, por otro, a *la necesidad (capacidad) de financiación*. El primero de ellos (1) se basa en un criterio genérico de *caja* y refleja la diferencia entre los ingresos y pagos líquidos por operaciones no financieras en el ámbito del presupuesto del Estado [corrientes (2) y ejercicios cerrados], secciones extrapresupuestarias, opera-

(1) Véase nota metodológica de elaboración de la información recogida en el capítulo 12 del *Boletín estadístico* del Banco de España, noviembre de 1996.

(2) Capítulos I a VII de la clasificación económica de ingresos y gastos de los Presupuestos Generales del Estado.

ciones del Tesoro (incluyéndose aquí deudores, acreedores, pagos pendientes de aplicación, ingresos pendientes de aplicación, operaciones entre oficinas y otras operaciones) y cuenta de recursos locales e institucionales. El segundo, en cambio, que atiende a un criterio básico de *devengo*, se refiere a la diferencia entre los recursos y empleos de Contabilidad Nacional de la parte correspondiente al Estado dentro del sector de AAPP, que se corresponde, de forma simétrica, con la diferencia entre la variación neta de activos financieros y la variación neta de pasivos financieros, recogidos en la cuenta financiera del Estado.

El concepto de *déficit de caja no financiero* se aparta bastante del déficit inicial no financiero previsto en los Presupuestos Generales del Estado aprobados por el Parlamento. A través de diversos procedimientos presupuestarios, se producen modificaciones de créditos, porcentajes de realización de los créditos distintos al 100 %, etc., y, por supuesto, diferencias entre la previsión inicial y la obtención definitiva de ingresos. El resultado final se refiere al conjunto de obligaciones contraídas y derechos reconocidos tras la ejecución presupuestaria. Para llegar al concepto de déficit de caja no financiero es necesario eliminar los derechos reconocidos a recaudar en ejercicios siguientes, los libramientos de pagos pendientes para ejercicios siguientes y añadir los ingresos recaudados y libramientos de pago pendientes de ejercicios anteriores, así como el resultado de las operaciones extrapresupuestarias (3).

La *necesidad (capacidad) de financiación* (4), en términos de Contabilidad Nacional, se recoge como el saldo (S5) de la cuenta de capital (C5) del sector Estado (S61.1), dentro del sector de AAPP (S60), que se

(3) Este concepto de déficit de caja, una vez añadidos los movimientos derivados de las operaciones financieras, tiene una cierta correspondencia, no exenta de ajustes, con la variación de la cuenta corriente del Tesoro en el Banco de España.

(4) El enlace contable (que presenta un cierto grado de complejidad) entre el déficit de caja y la necesidad de financiación se lleva a cabo mediante la realización de una serie de ajustes, entre los que se encuentran los siguientes:

1. Aquellos cuyo objeto es presentar en las cuentas flujos que no se contienen de manera explícita en la documentación contable de base (como las cotizaciones y prestaciones sociales ficticias).
2. Aquellos cuyo fin es excluir las operaciones que, aunque registradas de acuerdo con los principios de la contabilidad administrativa, corresponden a flujos que no deben incluirse en este sector institucional (por ejemplo, el IVA y otros impuestos que son recaudados por el Estado y luego transferidos como contribución de España a la Unión Europea).
3. Determinadas operaciones que tienen distinta adscripción en Contabilidad Administrativa y en Contabilidad Nacional, como es el caso de las privatizaciones directas, que se contabilizan como ingresos corrientes de acuerdo con la primera y se registran como una enajenación de acciones en la cuenta financiera conforme a la segunda.
4. Ajustes por valoración y periodificación (como, por ejemplo, los intereses de los valores emitidos al descuento, que en Contabilidad Administrativa se contabilizan en el momento de vencimiento del activo emitido, mientras que en Contabilidad Nacional se imputan a lo largo de la vida del activo financiero).

corresponde con el desahorro (ahorro) financiero, saldo de la cuenta financiera. La Contabilidad Nacional se realiza de acuerdo con las normas del Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de la Comunidad Europea (SEC) (5), versión comunitaria del Sistema de Cuentas Nacionales de las Naciones Unidas.

Entre otras tareas, el SEC realiza una descripción sistemática, para cada sector institucional considerado, de las diferentes fases del proceso económico: producción, generación de la renta, distribución de la renta, redistribución de la renta, utilización de la renta y acumulación financiera y no financiera, así como balances para describir los *stocks* de activos, pasivos y patrimonio neto en el momento de apertura y cierre del período contable, las tablas *input-output* y las cuentas por ramas de actividad.

En el caso general de las AAPP, y del Estado en particular, la elaboración sucesiva de las cuentas se realiza teniendo en cuenta que la mayor parte de la actividad de este sector no se dirige al mercado, sino a prestar servicios colectivos que se financian mediante pagos obligatorios de otros sectores institucionales, y a la redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Desde este punto de vista, la valoración monetaria de la producción de las AAPP se realiza a través de sus pagos de remuneración de asalariados y por la adquisición de bienes y servicios a otros sectores. A partir de aquí, su renta disponible se obtiene a través de los impuestos ligados a la producción e importación (IVA, entre otros) y transferencias (impuesto sobre la renta, cotizaciones, etc.), deduciendo las transferencias que realiza a otros sectores institucionales (a la Seguridad Social, otras administraciones, etc.). Su renta disponible se utiliza como consumo final (que incluye su producción de no mercado) o como ahorro. La necesidad (capacidad) de financiación se obtiene como la diferencia entre este ahorro, sumado a las transferencias de capital (impuestos de capital, etc.) de otros sectores, y las adquisiciones de activos fijos (formación bruta de capital), adquisiciones netas de terrenos y transferencias de capital concedidas al resto de sectores institucionales.

II.2.2. Necesidades de emisión. Concepto de emisión bruta y emisión neta (6)

En el caso, por otra parte habitual, de que el Estado presente como resultado de su actividad no financiera una necesidad de financiación,

(5) La última versión (SEC/95), que entrará próximamente en vigor, está recogida en el Reglamento (CE) nº 2223/96 del Consejo, de 25 de junio, y publicado en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas (DOCE) de 30 de noviembre de 1996.

(6) En el gráfico II.1, se puede apreciar la diferencia entre ambos conceptos en el período 1987-1997.

NECESIDADES DE FINANCIACIÓN Y DE ENDEUDAMIENTO DEL ESTADO



Fuente: Banco de España.

este debe obtener fondos suficientes para financiarla junto con la adquisición neta de activos financieros que realice en cada ejercicio. Las formas de financiación de estos dos conceptos son variadas, como ocurre con cualquier otra institución pública o privada, aunque en el caso del Estado la mayor parte de los fondos proceden, si se realiza una financiación ortodoxa, de la emisión de deuda pública.

A lo largo de un ejercicio, el Estado lleva a cabo una serie de emisiones de valores, generalmente negociables en un mercado secundario, a plazos que, en muchos casos, superan el año. De esta forma, a lo largo de los sucesivos ejercicios se van encadenando las emisiones de nuevos valores con las amortizaciones de los procedentes de ejercicios anteriores. El concepto de *emisión bruta* recoge el volumen de fondos obtenidos por la emisión de los nuevos valores, concepto relevante a los efectos de analizar la captación de fondos en los mercados de deuda. Por el contrario, el concepto de *emisión neta* hace referencia a la diferencia entre el volumen de fondos captados en las nuevas emisiones y el necesario para hacer frente a las amortizaciones de valores anteriormente emitidos. Este concepto se convierte en relevante a la hora de considerar la capacidad de financiar las necesidades surgidas en un período de tiem-

INDICADORES ECONÓMICOS DE REFERENCIA
Período 1987-1997

	<i>PIB a precios de mercado</i> (a)	<i>Tasa de variación PIB a precios constantes</i> (b)	<i>Deflactor implícito PIB</i> (b)	<i>Necesidad de financiación del Estado</i> (a)	<i>Necesidad de financiación del Estado sobre PIB</i> (b)	<i>Emisión neta</i> (a) (c)	<i>Saldo de deuda del Estado</i> (a) (c)	<i>Saldo de deuda del Estado sobre PIB</i> (b) (c)
1987	36.144	5,6	5,8	1.278	3,54	1.842	10.927	30,23
1988	40.159	5,2	5,7	1.195	2,98	1.796	12.723	31,68
1989	45.044	4,7	7,1	974	2,16	1.486	14.209	31,54
1990	50.145	3,7	7,3	1.456	2,90	1.713	15.922	31,75
1991	54.927	2,3	7,1	1.267	2,31	1.307	17.229	31,37
1992	59.105	0,7	6,9	1.346	2,28	1.327	18.556	31,39
1993	60.953	-1,2	4,3	3.752	6,16	6.516	25.072	41,15
1994	64.789	2,2	4,0	3.323	5,14	2.384	27.456	42,44
1995	69.761	2,7	4,8	3.825	5,48	3.711	31.167	44,67
1996	73.572	2,3	3,1	2.487	3,38	4.797	35.964	48,82
1997 (d)	77.786	3,4	2,2	1.619	2,07	2.605	38.557	49,56

Fuente: Banco de España.

- (a) Miles de millones.
- (b) Tanto por ciento.
- (c) Deuda negociable, excluida la deuda asumida.
- (d) Provisional.

po, a la vez que se refinancian los vencimientos de deuda emitida con anterioridad.

II.2.3. *Evolución de las necesidades financieras y de la política de emisión del Estado*

Como paso previo al análisis de la política de financiación del Tesoro, es indispensable detenerse brevemente en la evolución de las necesidades de financiación del Estado (7).

Como se puede apreciar en el cuadro II.1, la evolución de las necesidades de financiación del Estado ha registrado, a lo largo del período 1987-1996, etapas bien diferenciadas. En el primer trienio, estas se redujeron de forma importante, tanto en términos nominales como —debido al fuerte crecimiento económico del momento— en porcentaje del PIB. Tras el aumento registrado en 1990, las necesidades financieras del

(7) Un análisis bajo una perspectiva macroeconómica sobre la evolución de las necesidades de financiación del Estado se encuentra en Á. L. Gómez Jiménez y J. M. Roldán Alegre (1996), *Análisis de la política fiscal en España con una perspectiva macroeconómica (1988-1994)*, Estudios Económicos nº 53, Banco de España.

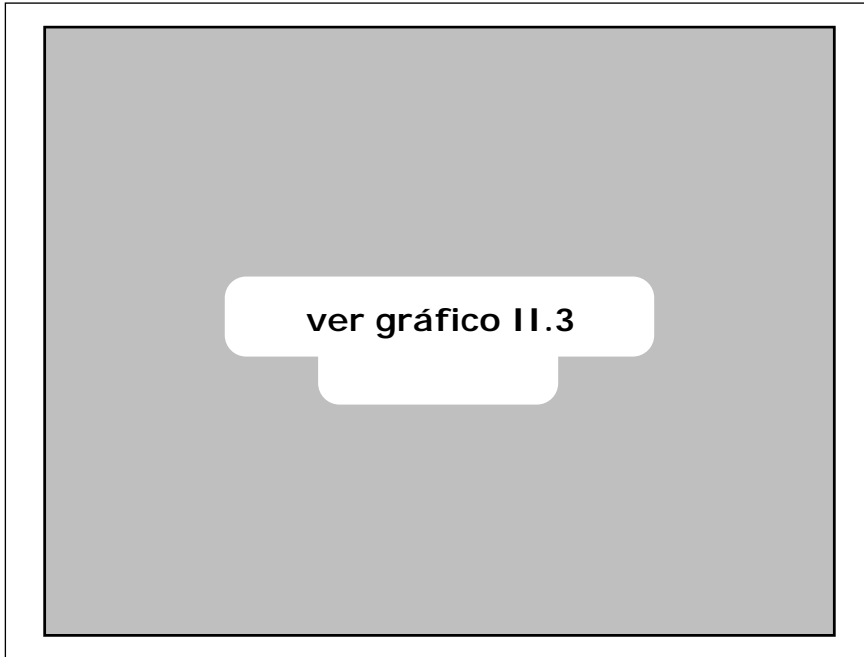
EMISIÓN NETA DE VALORES NEGOCIABLES DE DEUDA DEL ESTADO

Fuente: Banco de España.

Estado se mantuvieron, en términos nominales, más o menos estables hasta el año 1993, en el que registraron un fuerte incremento, agudizado, en parte, por la fuerte recesión sufrida por la economía. A partir de entonces, el desequilibrio financiero del Estado se ha ido reduciendo progresivamente, tanto en términos nominales como en porcentaje del PIB, favorecido, a su vez, por el repunte de la actividad.

El resultado de esta evolución ha sido un aumento de la proporción de deuda del Estado sobre el PIB, motivado por las crecientes necesidades de financiación, el aumento de la carga financiera y la existencia de sucesivos déficit de carácter primario. No obstante, e independientemente de los efectos económicos perversos del aumento de la deuda, son destacables el buen funcionamiento del mercado español de deuda pública y su capacidad de absorber anualmente la emisión neta realizada y la renovación de los vencimientos producidos.

La política de financiación, y en concreto la parte correspondiente a la emisión de deuda, tiene como objetivo último la obtención de fondos con los que financiar la insuficiencia de recursos corrientes con que cubrir los pagos. Las sucesivas modificaciones de la normativa presupuestaria obligaron progresivamente a eliminar el recurso del Tesoro al Banco

SALDOS VIVOS DE DEUDA NEGOCIABLE DEL ESTADO

Fuente: Banco de España.

(a) Datos mensuales.

de España, tanto directamente, a través de la concesión de créditos, como indirectamente, a través de la colocación de deuda en el banco central (8), y supusieron que la totalidad de la financiación se obtuviera en el mercado.

Tras la creación del mercado de deuda en anotaciones en cuenta, y en una primera etapa que se extiende hasta 1990, el Tesoro obtuvo la mayor parte de su financiación procedente del mercado a través de la colocación de instrumentos a corto plazo, en concreto de letras, que compensaban la emisión neta negativa de los pagarés del Tesoro, como se aprecia en los gráficos II.2 y II.3. Posteriormente, la política del Tesoro

(8) Concretamente, en el año 1990 se estableció la imposibilidad de que a fecha 31 de diciembre se excediera la posición deudora neta del Tesoro en el Banco de España. Consecuentemente, continuó siendo factible la financiación directa del Banco de España de forma transitoria para cubrir desfases puntuales de fondos, que debían ser devueltos antes de final de año. La posibilidad de colocar deuda pública directamente al Banco de España continuó estando en vigor. A partir de 1994, comienzo de la segunda etapa de la UME, se eliminaron ambas posibilidades. Por este motivo, el Tesoro llevó a cabo una política de sobrefinanciación, a fin de obtener un margen de liquidez para los años venideros.

fue la de aumentar la vida media de la deuda, con el fin de limitar el riesgo de refinanciación y reducir la variabilidad de sus costes financieros. A excepción del año 1994, en el que se produjo un fuerte incremento de los tipos de interés en los mercados de deuda, el Tesoro ha favorecido, en los últimos años, las emisiones de bonos y obligaciones con plazos cada vez mayores, hasta el máximo actual, que alcanza los treinta años.

II.3. Instrumentos emitidos

II.3.1. Introducción

La aparición de la crisis económica en la década de los años setenta, provocada por los efectos de los sucesivos *shocks* petrolíferos, supuso un aumento significativo de los desequilibrios de la economía mundial, de manera particularmente aguda en el caso de la economía española. En consecuencia, se hizo necesario establecer las bases de una política de ajuste para hacer frente a la profunda etapa recesiva, cuyo primer efecto fue el aumento de la inflación y del déficit público. Hasta ese momento, la mayor parte de la deuda pública estaba integrada por créditos directos del Banco de España al Tesoro y, en mucha menor medida, por financiación exterior, es decir, a través de creación monetaria, a excepción de una pequeña proporción de deuda interior beneficiada por un generoso esquema de desgravaciones fiscales.

La política monetaria activa, que se hacía imprescindible para hacer frente al creciente desequilibrio de la inflación, era incompatible con el esquema de financiación del Estado existente hasta entonces (9). La necesidad de esterilizar estos aumentos monetarios obligó a la elevación del coeficiente de caja y a la utilización de los bonos del Tesoro, emitidos a corto plazo. Sin embargo, estos últimos eran adquiridos al Tesoro por el Banco de España a un tipo fijo y, posteriormente, subastados entre las entidades, sufragando a su costa la diferencia de precios. Más adelante, el Banco de España emitió sus propios activos (certificados de depósito, certificados de regulación monetaria) para realizar las operaciones de mercado abierto.

Las limitaciones legales de la deuda emitida, el creciente deterioro de las finanzas públicas, a pesar de los aumentos de la presión fiscal, y la consiguiente necesidad de financiación retrasaron la creación de un marco operativo, eficiente, moderno y basado en principios de mercado, y supusieron la introducción, en 1981, de *los pagarés del Tesoro*. A este instru-

(9) Para un mayor detalle sobre la evolución de la política de financiación del Tesoro, véase I. Garrido (1994), «Política de financiación del Estado», *Información Comercial Española* nº 731, julio, pp. 7-28.

mento se le dotó de negociabilidad interbancaria y de funciones de intervención monetaria, por lo que se le eximió de retención a cuenta, aunque, en última instancia, se abrió su suscripción a todo tipo de inversores.

El plazo de su emisión fue alargándose sucesivamente, hasta los dieciocho meses definitivos. Su emisión se llevó a cabo a través de subastas quincenales y se estableció un coeficiente obligatorio para las entidades (paralelo al elevado coeficiente de caja de entonces), que ha pervivido hasta el año 1992. Asimismo, este instrumento fue utilizado por el Banco de España para la realización de operaciones de regulación monetaria. En el caso de los particulares, su alta demanda tenía que ver con motivos estrictamente fiscales. En efecto, la ausencia de retención fiscal y la entrada en vigor de la Ley de Activos Financieros en 1985, al eximir a los intermediarios financieros de su obligación de información a la autoridad fiscal, confirmó su opacidad fiscal. Esta característica permitió al Tesoro realizar una progresiva reducción de sus tipos de interés por debajo de los de mercado, lo que desincentivó su demanda por motivos distintos a los de la ocultación tributaria.

El último episodio de este instrumento tuvo lugar con la desaparición del coeficiente obligatorio de inversión y con la obligación de información fiscal por parte de los intermediarios financieros desde enero de 1993. Carentes de su único atractivo, los últimos pagarés vencieron en junio de 1993, y se concedió a sus tenedores la posibilidad de regularizar las situaciones fiscales anómalas a través de la suscripción de la emisión de deuda especial, cuya última amortización se ha registrado en junio de 1997.

Además de la introducción de los pagarés del Tesoro, que, en cierta medida, sirvió de base operativa de la creación, en 1987, del Mercado de Anotaciones en Cuenta del Estado, la gama de instrumentos de deuda del Estado fue ampliándose paulatinamente, añadiéndose a la deuda desgravable, cuya última emisión se realizó en 1986. Los bonos del Estado, para los plazos cortos, se crearon en 1982 y, un año después, surgieron las obligaciones del Estado a más largo plazo. De esta forma se ponían las bases de una política de alargamiento de la vida media de la deuda, que permitiera una mayor estabilidad de la carga financiera y una reducción del riesgo de refinanciación, una mayor flexibilidad de la captación de recursos y una profundización de los mercados financieros a más largo plazo.

La puesta en marcha del mercado de deuda en anotaciones en cuenta ha supuesto el último escalón necesario para establecer un esquema institucional de la política de endeudamiento del Estado, basado en los principios de mercado y dotado de las condiciones operativas necesarias para alcanzar un alto grado de eficiencia. Este mercado ha permitido, por un lado, establecer una nueva gama de operaciones financieras, como la operativa a plazo, simultánea, *repos*, mercado gris, actualmente *strips*,

etc.; y, por otro, ha supuesto un elemento de estabilidad en la política de emisión en el mercado primario, en el que la subasta ha pasado a ser el instrumento básico utilizado y en el que se han adoptado tres modalidades básicas de formalización de la deuda: letras del Tesoro, bonos del Estado y obligaciones del Estado (10).

La sencillez de este conjunto de instrumentos, con características básicas idénticas y con un mismo procedimiento de emisión, constituye un rasgo idiosincrático del mercado español, que contrasta con la heterogeneidad de los instrumentos y procedimientos existentes en otros mercados nacionales. Esta sencillez no supone, sin embargo, un menoscabo de su versatilidad, ya que permite abarcar todas las características y satisfacer toda la gama de necesidades de los inversores.

II.3.2. Letras del Tesoro

El establecimiento del mercado de deuda en 1987 coincidió, prácticamente, con la emisión de un nuevo instrumento financiero, la *letra del Tesoro*, protagonista de la política de emisión del Estado hasta 1995. La iniciativa tuvo que ver con el progresivo deterioro sufrido por los pagarés del Estado, tanto en su labor de captador de fondos como en la de instrumento de regulación monetaria. Este nuevo instrumento debía ser a corto plazo, no debía estar sometido a retención a cuenta, por motivos de

(10) La normativa básica, actualmente en vigor, en virtud de la cual se autoriza la emisión de deuda pública se encuentra en el artículo 101 de la Ley General Presupuestaria, en su texto refundido por el Real Decreto Legislativo 1091/1988. En él se dispone que el Ministro de Economía y Hacienda habrá de autorizar, en todo caso, la emisión o contratación de deuda pública. Cuando se trate de deuda del Estado, el artículo 104 le atribuye, además, las facultades precisas para la emisión, colocación y gestión de la misma. Entre dichas facultades se incluye la de disponer la creación de deuda en enero de cada año. En todo caso, estas facultades y competencias deberán ejercerse dentro de los límites cuantitativos que el Gobierno determine, al amparo de una autorización legal para contraer deuda.

Anualmente, en la Ley de Presupuestos Generales del Estado, se suele incluir un artículo en el que se autoriza la emisión de deuda del Estado durante el año, y, al amparo del mismo, se suele aprobar un real decreto que dispone la creación de deuda y los criterios de aplicación a la misma. En última instancia, el Director General del Tesoro y Política Financiera, en nombre del Estado y por delegación recibida por el Ministro de Economía y Hacienda, en virtud de una orden ministerial, dispone la creación de deuda del Estado para el año y enero del año siguiente.

En esta orden se suelen exponer los aspectos relevantes de la política de gestión de la deuda pública para el período de vigencia de la norma. En general, se incluye:

1. Importe de deuda a emitir.
2. Formalización de la deuda a emitir.
3. Representación de la deuda.
4. Otras características.
5. Procedimiento de suscripción pública de la deuda del Estado.
6. Otras normas.

intervención monetaria y negociación interbancaria, pero debía estar sujeto al control fiscal y abierto a todas las categorías de inversores. Su valor unitario quedó fijado en un millón de pesetas, se emite al descuento y su precio queda determinado mediante subasta.

Durante los primeros años desde la creación del nuevo mercado de deuda pública, concretamente hasta 1991, la letra del Tesoro fue el instrumento en el que recayó la mayor parte de la financiación del Tesoro, como se deduce de la observación del gráfico II.2. Durante ese período, la financiación neta a través de los pagarés se fue haciendo cada vez más negativa, hasta su desaparición, y la emisión de bonos del Estado no era suficiente para contrarrestarla. De esta forma, la vida media de la deuda fue reduciéndose, paulatinamente, a niveles levemente superiores al año, a medida que la financiación del Estado se trasladaba, en su mayor parte, desde instrumentos a un plazo de dieciocho meses hasta los doce. En cualquier caso, el desarrollo de un mercado con unas características mínimas de liquidez y profundidad en los plazos más largos requería de un tiempo, y, por otra parte, el alto nivel de restricción monetaria existente en ese período suponía un coste en términos de carga financiera que desincentivaba la emisión a plazos largos.

El plazo máximo de emisión de las letras se sitúa en dieciocho meses, aunque el más habitual es el de doce meses. No obstante, desde diciembre de 1991 se emitieron también letras a tres meses (que actualmente no se emiten) y, desde agosto de 1992, a seis meses. Ambas comenzaron emitiéndose a través de «subastas especiales»; por lo tanto, sin la regularidad quincenal que caracteriza a las letras a doce meses. No obstante, dichos instrumentos quedaron limitados a los especialistas del mercado, al requerirse la presentación, exclusivamente, de ofertas competitivas por importe no inferior a 100 millones. A partir de 1996, el Tesoro, manteniendo la limitación de solicitud mínima, ha establecido la regularidad quincenal de las subastas a seis meses, de forma alterna con las de doce. Asimismo, a partir de 1997 se han realizado las primeras subastas de letras a dieciocho meses, de forma regular (actualmente coincidiendo con la celebración de las subastas de las letras a doce meses), que se celebran quincenalmente.

II.3.3. Bonos del Estado

Se trata de instrumentos emitidos con un plazo de entre dos y cinco años, creados en 1982, que pagan un cupón anual (11), según el tipo de

(11) Aunque hasta ahora no se ha dado esta circunstancia, el Director General del Tesoro podrá disponer que estos valores adopten la forma de cupón cero, cupón único, incorporación de lotes u otras prácticas habituales en los mercados. A tal fin, su denominación podría modificarse.

VIDA MEDIA DE LA DEUDA DEL ESTADO



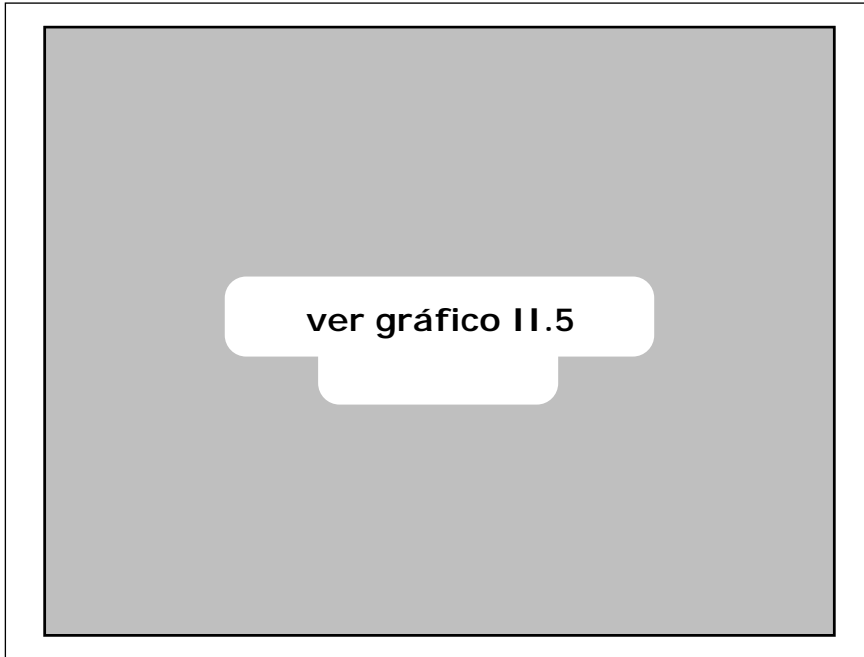
Fuente: Banco de España.

(a) Datos trimestrales.

interés nominal fijado en la resolución que autoriza su emisión, pagadero de forma postpagada (12). Su valor nominal es de 10.000 PTA y se amortizan a la par, salvo disposición expresa contraria al respecto incluida en la Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF) en la que se dispone su emisión.

Incluso, podrá recibir esta denominación la deuda emitida a un plazo inferior que no sea emitida para su uso como instrumento regulador de la intervención en los mercados monetarios, papel asumido por las letras. Por otra parte, el plazo de vida podrá diferir de los años exactos que sea

(12) Con anterioridad a 1988, los suscriptores de bonos del Estado recibían, además del cupón postpagable, un cupón adicional denominado «cupón prepagado complementario de intereses», con vencimiento en la fecha de emisión, que se compensaba con el importe del valor efectivo de emisión, que, en tal caso, era a la par. Este cupón tenía una mera razón fiscal, para hacer explícito un rendimiento que tenía carácter propiamente implícito. Con la publicación de la disposición adicional novena de la Ley 26/1988, de 29 de julio, en la que se amplía el ámbito de la Ley 14/1985, de régimen fiscal de determinados activos financieros, introduciendo la posibilidad de que los activos financieros con rendimiento parcialmente implícito fueran sometidos, en determinadas condiciones, al régimen fiscal de los explícitos, mucho más sencillo, se dejó de llevar a cabo esta práctica.

TIPOS DE INTERÉS DE LAS EMISIONES DE VALORES DEL ESTADO (a)

Fuente: Banco de España.

(a) Tipos marginales mensuales.

preciso, sin que ello motive un cambio de denominación (13). Normalmente, sus plazos de emisión son de tres y cinco años, realizándose ambas subastas de forma regular una vez al mes.

El mayor protagonismo de este tipo de activos en la política de financiación del Estado fue adquirido a partir de 1991, cuando el Tesoro, además de su objetivo de minimizar el coste financiero, introdujo una política de alargamiento del plazo de vida de la deuda, como se aprecia en el gráfico II.4. Por otra parte, la reducción de los tipos de interés y la existencia de una pendiente negativa de la curva de rentabilidad favorecieron la emisión en los plazos largos de la curva. No obstante, a raíz de los episodios de inestabilidad del Sistema Monetario Europeo (SME), como consecuencia de los cuales la peseta fue devaluada en sucesivas ocasiones, el Tesoro debió asumir una alta prima de riesgo en sus emisiones a largo plazo, aumentando el coste financiero de su endeudamiento, según se refleja en el gráfico II.5.

(13) El período de devengo del primer cupón se incrementará o reducirá en los días necesarios para que el resto de períodos de devengo sean completos y el vencimiento del último coincida con la fecha de amortización final.

II.3.4. Obligaciones del Estado

Tiene esta denominación la deuda del Estado que posee las mismas características que las de los bonos, salvo que su plazo de vida sea superior al de aquellos, es decir, cinco años.

Desde 1987, y hasta 1989, se suspendieron las emisiones de obligaciones, que se retomaron en el citado año, representadas exclusivamente en anotaciones en cuenta, en el nuevo sistema creado por el Real Decreto 505/1987. Al igual que ocurrió con los bonos, fue a partir de 1991 cuando las obligaciones fueron adquiriendo un papel central en la financiación del Estado, produciéndose una emisión neta positiva, a partir de ese año.

El plazo de emisión utilizado inicialmente fue el de los diez años, hasta la primera emisión a quince años, realizada en 1994, y desde 1997, al plazo de treinta años. Actualmente, los dos primeros plazos son emitidos regularmente una vez al mes, y el tercero, de forma bimestral (14).

II.3.5. Otras características de la emisiones

Desde su creación, en 1987, las letras del Tesoro se representan por medio de anotaciones en cuenta. Por su parte, los bonos y obligaciones del Estado, así como los extintos pagarés del Tesoro, se representaron, durante algún tiempo, tanto en títulos como en anotaciones en cuenta. Los pagarés fueron integrados en el sistema de anotaciones en el año 1989. Desde 1990, toda la deuda del Estado, en forma de valores negociables denominados en pesetas y emitida con carácter regular, se ha emitido, exclusivamente, representada en anotaciones en cuenta.

La deuda que se emita tendrá las fechas de emisión y de amortización que determine la DGTPF en la resolución por la que se disponga la emisión.

Por otra parte, la DGTPF podrá establecer una o más fechas en las que, bien el Estado, bien los tenedores, o bien ambos, puedan exigir la amortización anticipada de la deuda, debiendo, en tal caso, fijar el precio al que se valorará dicha deuda a tales efectos. Dicho procedimiento de amortización anticipada se ejercerá, salvo procedimiento especial y más favorable para el tenedor, de la forma que seguidamente se indica.

Cuando el derecho lo ejerza el Estado, la resolución del Director General del Tesoro mediante la que se disponga tal facultad, deberá publi-

(14) Asimismo, y con el propósito de preparar la puesta en funcionamiento del mercado de *strips*, inaugurado en enero de 1998, el Tesoro ha dotado de la condición de segregables a los bonos y obligaciones emitidos a partir de julio de 1997.

carse con dos meses de antelación a la fecha prevista para el reembolso anticipado, y los resguardos deberán presentarse en los plazos y con los procedimientos habituales para el reembolso. El Banco de España hará públicos los datos indetificativos de la deuda y los resultados de los sorteos de amortización de deuda pública.

Cuando el derecho se ejerza por parte de los tenedores, se deberá presentar los resguardos en los plazos y con los procedimientos habituales, siempre antes de la fecha fijada para la amortización anticipada.

II.3.6. Otros instrumentos

Además de los valores anteriormente mencionados, que integran el esquema básico de financiación del Estado, la necesidad de ampliar la gama de instrumentos disponibles, con el fin de mejorar la ejecución de la política de financiación, ha aconsejado, en varias ocasiones, la utilización de otras figuras financieras que se presentan a continuación.

II.3.6.1. Deuda especial

La reforma del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) en el año 1991 planteó la necesidad de acabar con los instrumentos de deuda del Estado, que, aunque no exentos de tributación, se habían convertido en una forma de colocación de dinero fiscalmente opaco institucionalizada por el propio Estado o por determinadas Comunidades Autónomas y que servían para su financiación. A cambio de eximirles de tributación, los titulares que ejercieran la opción de canje debían mantener los valores de deuda especial, emitidos con un tipo de interés penalizador, hasta su vencimiento.

En el número 1 de la disposición adicional decimotercera de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del IRPF, se concedió, a las personas físicas o jurídicas residentes en 1990, la opción de canjear por «deuda pública especial» los pagarés del Tesoro —excepción hecha de los que las entidades de crédito destinaran al cumplimiento del coeficiente obligatorio de inversión, existente entonces— y los activos de naturaleza análoga emitidos por la Comunidad Foral de Navarra o por las Diputaciones Forales del País Vasco.

En virtud de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 28 de junio de 1991, se disponía la emisión por el Estado de deuda pública especial, en la cuantía que resultase necesaria para atender todas las solicitudes de canje que se formularan por los titulares de los activos anteriormente mencionados.

La deuda especial del Estado se representó por medio de anotaciones en cuenta, con carácter nominativo y no transferible, salvo a título *mortis causa*. Su valor unitario fue de 10.000 PTA y su emisión se realizó al descuento (15). Su fecha de emisión fue la de 28 de junio de 1991 y se amortizó, a los seis años, el 28 de junio de 1997.

La puesta en circulación de los valores se hizo a medida que se fueron entregando al canje los pagarés del Tesoro (16), los activos emitidos por la Comunidad Foral de Navarra y por las Diputaciones Forales del País Vasco, de los que eran titulares las personas físicas o jurídicas residentes en 1990.

No obstante, los titulares que no hubieran imputado la deuda a la reducción de rentas o patrimonios no declarados correspondientes a perío-

(15) Su precio de adquisición se determinó por la aplicación de la siguiente fórmula:

$$EDE = 102 \frac{u}{365}$$

siendo EDE el precio efectivo de adquisición de la deuda especial del Estado, expresado en tanto por ciento redondeado a tres decimales, y ti el número de días hasta su amortización final en 1997.

(16) La valoración de los pagarés del Tesoro fue su valor nominal, si el canje se efectuaba en la fecha de vencimiento, y, en caso contrario, con arreglo a las siguientes normas:

1. Para los pagarés del Tesoro con plazo residual hasta la amortización igual o inferior a 365 días:

$$EP = \frac{100}{1 + \frac{t}{360} i}$$

2. Para los que su plazo residual hasta la amortización fuera superior a 365 días:

$$EP = \frac{100}{(1 + i)^{\frac{t}{360}}}$$

siendo EP el valor efectivo o de canje de los pagarés del Tesoro expresado en tanto por ciento redondeado al tercer decimal, t el número de días que faltaban hasta la amortización ordinaria, e i el tipo de interés anual implícito de la emisión, expresado en tanto por uno.

El importe nominal de la deuda especial del Estado que se emitía en sustitución de los pagarés del Tesoro fue el cociente entre el valor efectivo de canje de los pagarés y el precio de emisión de la nueva deuda especial en la fecha de canje, determinado mediante la siguiente expresión:

$$NDE = \frac{EP \cdot NP}{EDE}$$

en las que NDE y NP representan el importe nominal de la deuda especial emitida en canje de un valor nominal NP de pagarés del Tesoro.

Si el importe nominal resultante no era múltiplo de 10.000 PTA, se desembolsaba en efectivo el importe necesario para alcanzar el número entero inmediatamente superior, en la cuenta del Tesoro en el Banco de España.

dos impositivos anteriores a 1990, conforme a la posibilidad establecida en la Ley del IRPF, pudieron exigir la amortización anticipada de los valores el día 28 de junio de los años 1992, 1993, 1994, 1995 o 1996, cursando la correspondiente solicitud a través de la entidad gestora en cuya cuenta de terceros estuviesen registrados, de acuerdo con los plazos establecidos. El precio de amortización anticipada era el de suscripción, incrementado en los intereses corridos desde la fecha de suscripción hasta la de amortización anticipada, mediante la fórmula anterior.

El canje de los pagarés del Tesoro se pudo realizar, cualquiera que fuese la fecha de vencimiento, el día 19 de julio de 1991, el día de la fecha de vencimiento si esta se producía hasta el 31 de diciembre de 1991, y el 20 de septiembre o el 13 de diciembre de 1991, a elección del tenedor, para los que vencieran posteriormente al 31 de diciembre de 1991. Para aquellos que vencían en 1992 o con posterioridad, y no hubiese elegido ninguna de las fechas anteriores, y optaran hasta el 31 de diciembre de 1991 por canjearlos, el 10 de enero de 1992.

A finales de junio de 1997 se ha producido la amortización del saldo restante de deuda especial anotado en la Central de Anotaciones de Deuda del Estado, que se elevaba a unos 850 miles de millones de pesetas (mm).

En el caso de los valores de la Comunidad Foral de Navarra y de las Diputaciones Forales del País Vasco, los procedimientos de canje eran similares a los de los pagarés del Tesoro.

II.3.6.2. Subasta especial de préstamos

A lo largo de los últimos años, el Tesoro ha llevado a cabo una política de ampliación de la gama de instrumentos a su disposición, con el fin de dotar de mayor flexibilidad a la gestión de su financiación, particularmente en los momentos de peor evolución de los mercados.

En concreto, en el año 1994 el Tesoro decidió introducir un nuevo mecanismo de financiación, a través de la apelación al mercado por la vía de préstamos a medio plazo, tanto a tipo de interés fijo como variable. Este instrumento no estaba dirigido a los inversores particulares, independientemente de que su cuantía mínima ascendía a 100 millones de pesetas, al estar reservada a entidades de crédito y de seguros. Los prestamistas y las cuantías concretas a prestar por cada uno se establecieron a través de la convocatoria de las correspondientes subastas, una para los préstamos a tipo fijo y otra para los de a tipo variable. El importe máximo por el que el Tesoro podía endeudarse no podía superar un importe nominal, conjunto para ambos tipos de préstamos, de 500 mm.

Las características de los préstamos, fijadas por el Tesoro, eran las siguientes:

1. Su cuantía mínima era de 100 millones de pesetas, y las superiores, múltiplos de esa cifra.
2. La fecha de desembolso y de formalización de los préstamos fue el día 3 de agosto de 1994.
3. El tipo de interés era fijo para toda la vida del préstamo, con pago de intereses anuales, en los aniversarios de la fecha de desembolso, por anualidades vencidas. En el caso de los préstamos de interés variable, este variaba semestralmente a partir de la fecha de desembolso. El tipo de cada período se determinaba agregando al tipo de referencia el diferencial resultante de la subasta, que permanecía constante a lo largo de la vida del préstamo. El tipo de referencia era el denominado «tipo medio de liquidación para FRAS» a seis meses publicado en el *Boletín de la Central de Anotaciones* correspondiente a cada fecha de cálculo. La liquidación semestral tenía como base el año de 360 días.
4. La fecha de amortización fue el 3 de agosto de 1997, sin posibilidad de amortización anticipada. El valor de amortización era el principal del préstamo. Los préstamos no podían ser cedidos ni total ni parcialmente, salvo autorización expresa de la DGTPF.
5. La subasta, celebrada el día 2 de agosto de 1994, se ajustó a las siguientes reglas:

A ella podían acudir cualquier entidad de crédito y cualquier entidad de seguros, con un máximo de tres ofertas, cada una de las cuales debía formularse por una cuantía mínima de 100 millones o múltiplo de esta.

En cada oferta se especificaba la cuantía que la entidad se comprometía a prestar y el diferencial solicitado, positivo, negativo o nulo, definido en centésimas de punto porcentual, respecto al tipo de referencia. En el caso de los préstamos a tipo fijo, cada oferta debía especificar el tipo anual solicitado en base anual de 360 días, con dos decimales, redondeado el segundo a cero o cinco.

6. La resolución de la subasta se determinaba (17), una vez clasificadas las peticiones de menor a mayor diferencial, en el caso de

(17) Los resultados de la subasta, según la resolución de la DGTPF de 3 de agosto de 1994, fueron los siguientes:

préstamos a tipo variable, o de menor a mayor tipo, en los de tipo fijo, al establecer el volumen de préstamos aceptado, quedando automáticamente aceptadas todas las peticiones con diferencial o tipo igual o menor al máximo aceptado. El prorrateo se haría, excluyendo un nominal exento de 100 millones, proporcionalmente a cada oferta formulada. La subasta se resolvió por el método «holandés», es decir, el tipo de interés de todos los préstamos será el mismo e igual al de referencia más el diferencial máximo aceptado, en los de tipo variable, o tipo máximo en los préstamos a tipo fijo.

II.3.6.3. Permutas de intereses y líneas de crédito movilizables mediante letras del Tesoro

Con los mismos propósitos de mejorar la ejecución de la política de financiación que en el caso anterior, el Tesoro ha aprobado el marco legislativo que abre la posibilidad, hasta la fecha no utilizada, de realizar operaciones de permuta de intereses con entidades financieras, que ostenten la condición de creador de mercado, que resulten adjudicatarias de valores de deuda del Estado en pesetas.

Mediante esta operatoria, el Tesoro recibirá los intereses que devenguen los valores sobre los que se realice la permuta y, como contrapartida, pagará las cantidades que resulten de aplicar las previsiones del contrato en que las mismas se formalicen. Así por ejemplo, el Tesoro puede decidir permutar los flujos de caja fijos de las letras a doce meses adjudicadas a los creadores por liquidaciones variables mensuales o trimestrales, etc., durante la vida de la letra. Las condiciones de las permutas se establecerían a través de las correspondientes subastas, en las que las entidades ofrecerían los diferenciales sobre el tipo variable a aplicar (mensual, trimestral, etc.) en cada caso.

Las emisiones de deuda del Estado que serán objeto del contrato de permuta tendrán lugar siempre inmediatamente después de celebrarse

Préstamos a tipo variable:

El importe nominal solicitado ascendió a 316.300 millones.

El importe nominal adjudicado se elevó a 77.600 millones.

El diferencial máximo aceptado fue del 0,03%.

El tipo de referencia correspondiente al de liquidación de los FRAS a seis meses fue del 7,946 %, por lo que el primer tipo aplicado al primer semestre fue el 7,976%.

Préstamos a tipo fijo:

Importe nominal solicitado: 199.800 millones.

Importe nominal adjudicado: 177.700 millones.

Tipo de interés máximo aceptado aplicable durante toda la vida del préstamo: 9,40%.

una subasta ordinaria de esa clase de valores, de la que constituirán una ampliación.

El precio a pagar por las entidades financieras por los valores emitidos será el precio medio ponderado redondeado, resultante de la primera vuelta de la subasta ordinaria. A su vez, las cantidades que deberá satisfacer el Tesoro derivadas de la permuta se establecerán mediante un procedimiento competitivo, a través de la realización de la correspondiente subasta.

Asimismo, el Tesoro obtiene la posibilidad de concertar, con entidades financieras que tengan reconocida la condición de creador de mercado, líneas de crédito en pesetas, movilizables mediante la emisión de letras del Tesoro con vencimientos coincidentes con los períodos de disposición de los fondos. De esta forma se añade un complemento de financiación a corto plazo en pesetas, para cubrir desfases de tesorería, a los instrumentos en divisas de que disponía el Tesoro. Las dos primeras líneas de crédito se han adjudicado en julio de 1997 por un importe, respectivamente, de 340 mm y 660 mm.

II.3.6.4. Strips (18)

Con el propósito de añadir otro instrumento disponible para la ejecución de la política de financiación del Tesoro, además de posibilitar la satisfacción de las necesidades y preferencias de los inversores institucionales con instrumentos existentes en los mercados financieros de otros países, dotándoles de valores de tipo cupón cero a diversos plazos y, al mismo tiempo, tratar de abaratar la financiación del Estado, se ha regulado la emisión de *strips* sobre valores de deuda del Estado.

En el artículo 2, apartado d), del Real Decreto 38/1997, de 17 de enero, por el que se dispone la creación de deuda pública durante el año 1997 y enero de 1998, se faculta al Ministerio de Economía y Hacienda a autorizar la segregación del principal y de los cupones, y su posterior reconstitución en el mercado secundario, de determinadas emisiones de deuda del Estado. En virtud de esta autorización, y teniendo en cuenta las reformas llevadas a cabo en las disposiciones sobre obligaciones de retención e ingreso en el Tesoro derivadas de las operaciones con rendimiento implícito cuyo sujeto pasivo sea una persona física, y la no obligación de retención para las personas jurídicas, según lo dispuesto en el

(18) Acrónimo en inglés de *Separated Trading of Registered Interest and Principal of Securities*. Para un mayor detalle de este mercado, véase el anejo I; y para una descripción sobre los *strips* y su problemática fiscal, véase I. Iglesias (1997), «Bonos segregables: aspectos financieros y fiscales», *Actualidad Financiera*, nº 6, junio.

reglamento del Impuesto de Sociedades, el Ministerio de Economía y Hacienda ha regulado las operaciones de segregación del principal y de los cupones de los valores de deuda del Estado y su reconstitución, a través de una Orden Ministerial de 19 de junio de 1997.

La segregación de un bono, susceptible de tal por decisión del Tesoro, consiste en su descomposición en unos nuevos valores con rendimiento implícito procedentes de los flujos de caja correspondientes a los cupones y al principal de dicho bono. Simétricamente, y con el fin de permitir arbitrajes entre bonos segregados y no segregados para evitar distorsiones en los precios y rendimientos, se permite la posterior reconstitución del bono segregado.

El valor nominal unitario de cada principal segregado será de 10 millones, y de 1 millón el de cada cupón.

Con el fin de dotar de la liquidez suficiente a cada valor con rendimiento implícito, aun cuando provengan de diferentes referencias de bonos segregables, serán fungibles los cupones con la misma fecha de vencimiento. Ahora bien, para evitar que a través de la reconstitución de valores segregados se modifique la estructura temporal original de los valores, mezclando principales y cupones de diferentes referencias, lo que puede imposibilitar el correcto arbitraje entre bonos segregados y no segregados, no serán fungibles los cupones y principales, aun cuando sus fechas de vencimiento coincidan. Tampoco, por la misma razón, lo serán los principales segregados entre sí, salvo que procedan de la misma emisión de bonos segregables. De esta forma, la reconstitución de un bono segregado requerirá de la adquisición de un importe nominal de principal equivalente al nominal que se quiera reconstituir.

La potestad de segregar o reconstituir un bono se concederá a las entidades gestoras que cumplan una serie de requisitos que se enumerarán en la correspondiente resolución de la DGTPF. No obstante, cualquier persona física o jurídica podrá ser titular de bonos segregables y de principales y cupones segregados.

Cada operación de segregación o reconstitución deberá referirse a un importe nominal mínimo del bono segregable de 50 millones. Los importes adicionales deberán ser múltiplos de 10 millones. Las operaciones realizadas entre titulares de cuenta de la Central de Anotaciones con principales y cupones segregados tendrán un nominal mínimo que establecerá el STMD. En las operaciones en las que intervenga un tercero, el nominal mínimo será de 10 millones para los principales segregados y de 1 millón para los cupones. Los importes adicionales deberán ser múltiplos de estas cifras. Con independencia de lo anterior, en ningún caso las tenencias de principales y de cupones segregados serán inferiores, respectivamente, a 10 y a 1 millón de pesetas.

II.3.6.5. Financiación en divisas

Con el fin de diversificar sus fuentes de financiación, el Tesoro lleva a cabo, de forma recurrente, emisiones de deuda denominadas en moneda extranjera. El porcentaje respecto al volumen global de deuda del Estado se ha situado, normalmente, por debajo del 10 %, bastante inferior a otros países de nuestro entorno.

La deuda denominada en divisas suele emitirse en el euromercado y está dirigida, primordialmente, a inversores no residentes, si bien, en ocasiones, como fue el caso de las sucesivas emisiones de bonos en ecus de 1990 y 1991, también se dirigió a inversores nacionales.

Aparte de estas emisiones en ecus, y de las recientes también en dicha moneda con el fin de convertirlas a euros a partir de 1999, las principales divisas en las que se han realizado emisiones son el marco, el franco francés, el yen, el dólar y, en menor medida, la libra esterlina.

El mayor porcentaje del saldo de deuda en divisas está instrumentado en bonos a medio y largo plazo, con un cupón fijo, si bien alguna emisión se ha realizado a tipo variable. Adicionalmente, el Tesoro recurre, en ocasiones, a permutar sus flujos de caja a través de la realización de *swaps*. A mediados de 1998, el contravalor en pesetas del saldo de bonos en divisas superaba los 3,1 billones de pesetas.

Además de las emisiones de bonos, el Tesoro realiza periódicamente emisiones a medio (notas) y a corto plazo (papel comercial). A finales de julio de 1998, el saldo en pesetas de ambos instrumentos ascendía a unos 110 mm y 30 mm, respectivamente.

II.4. Técnicas de emisión

Desde la creación del SACDE en 1987, el Tesoro ha modificado sus procedimientos de emisión, con el fin de orientarlos hacia principios de mercado, eliminando otros procedimientos utilizados anteriormente, como eran los coeficientes de inversión obligatoria, la deuda directamente pignorable en el Banco de España o la colocación de deuda en el propio Banco de España. De esta forma, los procedimientos de carácter competitivo y abiertos a todos los inversores han permitido establecer mecanismos de mercado para la determinación de los volúmenes y tipos a los que se emite la deuda, favoreciendo la mejor asignación de los recursos y formación de precios.

La emisión de deuda según establece la legislación vigente puede realizarse a través de los siguientes procedimientos:

1. Mediante *subasta competitiva*, que podrá ir seguida de un procedimiento de suscripción pública.
2. Mediante *oferta pública*, una vez fijadas todas las condiciones de la emisión, excepto, si se desea, el importe a emitir.
3. Mediante *métodos competitivos* entre un número restringido de entidades autorizadas que adquieran compromisos de aseguramiento o de contrapartida en el mercado secundario. A tal fin, el Director General del Tesoro podrá firmar con las entidades seleccionadas o adjudicatarias los convenios o contratos pertinentes.

No obstante, la subasta es el método por excelencia utilizado por la DGTPF para la emisión de sus instrumentos de financiación. Este sistema presenta una destacable continuidad desde su puesta en funcionamiento y, a diferencia de otros mercados nacionales, es el mismo para los tres tipos de valores emitidos y tiene carácter abierto para todos los inversores.

II.4.1. Las subastas de deuda

La deuda del Estado se subasta, habitualmente, de acuerdo con un calendario anual preestablecido. Las subastas tienen carácter de *ordinarias* cuando su periodicidad está prevista. Actualmente, cada dos semanas para las letras y mensualmente para los bonos y obligaciones del Estado, a excepción de las obligaciones a treinta años, cuya emisión se realiza bimestralmente. No obstante, existe la posibilidad legal de realizar subastas fuera de la periodicidad preestablecida, y que tendrán carácter de *especiales*.

En cada resolución de la DGTPF en que se convoca una subasta se establecen todos los detalles requeridos por los participantes: las fechas de emisión y amortización, la fecha de resolución de la subasta, la fecha y hora límite de presentación de las peticiones en el Banco de España, la fecha límite de pago de la deuda adjudicada, la posibilidad o no de realizar peticiones no competitivas, el tipo de interés nominal anual y fecha de pago de los cupones de bonos y obligaciones, y quiénes y en qué fecha podrán tener, si fuera el caso, la opción de amortización anticipada.

Cualquier persona física o jurídica podrá presentar ofertas en las subastas. En el caso de las letras, serán por un valor nominal mínimo de 1.000.000 de pesetas, y de 500.000 PTA para bonos y obligaciones del Estado. Las peticiones no competitivas de bonos y obligaciones del Estado se harán por un valor mínimo de 10.000 PTA y en múltiplos de dicha cantidad.

Los tipos de ofertas que se podrán realizar son las siguientes:

Ofertas competitivas. En ellas se indica el precio que se está dispuesto a pagar por la deuda solicitada, en porcentaje sobre el valor nominal. Dicho porcentaje será múltiplo de cinco milésimas para las letras, y de una centésima y una veinteaava de punto para los bonos y obligaciones, respectivamente (19).

Ofertas no competitivas. En ellas no se indica el precio, dado que el solicitante tiene garantizada la adjudicación de la deuda. Por este motivo, el importe nominal máximo conjunto de las peticiones no competitivas de cada solicitante no podrá exceder de 25.000.000 de pesetas. Dicha adjudicación se realiza a un precio equivalente al medio ponderado de las peticiones competitivas adjudicadas.

Las *peticiones* deben presentarse, bien directamente en el Banco de España, o bien en las entidades enumeradas en el procedimiento de suscripción pública posterior a las subastas. Las peticiones de los suscriptores que no sean titulares de cuenta en la Central de Anotaciones, presentadas directamente en el Banco de España por quien no sea entidad gestora o titular de cuenta, deberán realizar un depósito, como mínimo del 2 % del nominal solicitado, bien en metálico, orden de adeudo o cheque contra cuenta corriente.

La resolución de las subastas se efectúa a propuesta de una Comisión integrada por representantes de la DGTPF y del Banco de España. Clasificadas las peticiones competitivas de mayor a menor precio y establecido el volumen que se desea emitir, se fija el precio mínimo aceptado, por encima del cual todas las peticiones quedan aceptadas. Cuando el precio ofrecido se sitúa por debajo del precio medio ponderado redondeado por exceso (a tres decimales), el primero será el precio a pagar. En caso contrario, se deberá pagar este segundo. Este tipo de subasta es un modelo mixto entre el sistema tradicional de adjudicación de peticiones al precio solicitado, comúnmente denominado «americano», y el denominado «holandés», en el que la peticiones se adjudican al precio único.

El interés efectivo anual equivalente para las subastas de letras se calcula mediante la siguiente fórmula:

— Con un plazo inferior a 376 días:

$$P = \frac{1.000.000}{1 + \frac{t \cdot i}{360}}$$

(19) No obstante, cada año, en la Orden Ministerial que autoriza la emisión de deuda del Estado, se suelen modificar los requisitos relativos a los decimales. Los aquí incluidos corresponden al año 1998.

— Con plazo superior:

$$P = \frac{1.000.000}{(1 + i)^{\frac{t}{360}}}$$

donde P es el precio mínimo aceptado o el precio medio ponderado redondeado, según los casos; t es el número de días que faltan hasta el vencimiento de las letras, e i es el interés efectivo anual.

En el caso de los bonos y obligaciones del Estado, el rendimiento interno correspondiente a los precios mínimo aceptado y medio ponderado redondeado se determina utilizando la siguiente fórmula:

$$P = (1 + r)^{\frac{-t}{365}} \left[\frac{1}{n} \frac{I \left(1 - (1 + r)^{\frac{-Q}{n}} \right)}{(1 + r)^{\frac{1}{n}} - 1} + 100 (1 + r)^{\frac{-Q}{n}} \right]$$

donde P es el precio mínimo aceptado o el precio medio ponderado redondeado, n es el número de cupones postpagados existentes en un año (1 para cupón anual, 2 para cupones semestrales, etc.), I es el tipo de interés nominal de la emisión, r es el rendimiento interno de la emisión suscrita a dichos precios, Q es el número total de cupones postpagados que restan hasta el vencimiento de la emisión y t es el número de días, contados desde la fecha de desembolso, en que el período del primer cupón postpagado excede del (t) o es inferior al (-t) período completo de cupón.

El pago del nominal adjudicado se realizará ingresando en la cuenta corriente del Tesoro, si la petición se hizo directamente en el Banco de España, la diferencia entre el precio de suscripción y el importe ingresado a cuenta. Si la petición se realizó a través de una entidad gestora, los importes se adeudarán en la cuenta domiciliaria. Cualquier solicitud aceptada que no se haya hecho efectiva en su totalidad antes del plazo establecido se considerará anulada, con pérdida de la garantía del 2 % del nominal solicitado si fue realizada directamente en el Banco de España, y además se anularán todas las peticiones realizadas en la subasta por el mismo participante.

En caso de necesidad, se efectuará un *prorrateo* por el Banco de España, aplicando en cuanto sea posible el principio de proporcionalidad, entre los nominales solicitados y adjudicados.

Salvo en las segundas vueltas, estarán exentas del prorrateo las peticiones de suscripción que no excedan de 2.000.000 de pesetas nominales, cantidad que se disminuirá, en su caso, en el número entero de le-

tras, bonos u obligaciones que sea necesario para que el importe total emitido no supere los límites establecidos. Asimismo, quedarán exentas las peticiones aceptadas, salvo que, una vez fijado el precio mínimo aceptado en cada subasta, el importe nominal total de las ofertas presentadas a precio igual o superior al mismo rebasase el importe fijado por el Director General del Tesoro para la misma. En este caso, el prorrateo afectará exclusivamente a las ofertas formuladas a dicho precio mínimo aceptado. Además, si la aplicación del coeficiente de prorrateo a una petición no resultase un número de valores entero, se le atribuirá el número resultante de redondear por defecto. El sobrante resultante se asignará, uno a uno, a las peticiones, por orden de mayor o menor cuantía, hasta su agotamiento, sin que en ningún caso pueda asignarse a nadie más importe del solicitado.

II.4.1.1. Las segundas vueltas

En determinadas ocasiones, tras la celebración de una subasta abierta al público, existe una segunda ronda o vuelta, a la que tienen acceso exclusivo los creadores de mercado. De esta forma, a cambio de sus obligaciones, estos se garantizan una cuota de intermediación en el mercado secundario.

La labor de captación de fondos que realiza el Tesoro Público en el mercado se ve favorecida por la existencia de una estrecha colaboración con los creadores de mercado. Además de su labor de cotizar precios a ambos lados del mercado secundario y de ser la contrapartida del Banco de España en las operaciones de intervención diaria de la política monetaria, en el caso español dichas entidades son las mismas que mantienen un compromiso de acudir regularmente de forma competitiva a las subastas de deuda. Para ello, reciben información periódica sobre la situación de financiación del Estado, y sobre su política de deuda, a través de reuniones establecidas por la DGTPF, en las que desde al año 1996 se establecen los objetivos de colocación de cada subasta.

La celebración, en su caso, de segundas vueltas tiene lugar de acuerdo con un sistema preestablecido, más o menos complejo, pero que trata de conjugar las aspiraciones de los creadores en caso de un volumen de demanda elevado en relación con las necesidades de emisión del Tesoro y, simétricamente, los deseos de colocación del propio Tesoro ante una demanda inferior por parte de los participantes en las subastas.

El sistema concreto es el siguiente:

La DGTPF podrá anunciar, con anterioridad a la presentación de peticiones, previa consulta con los creadores de mercado, un objetivo

de colocación concreto para cualquier subasta de deuda abierta al público.

1. Si, una vez resuelta la subasta, la cantidad efectivamente aceptada por el Tesoro Público hubiera sido igual o superior al 70 % del importe total solicitado en las ofertas competitivas, pero inferior al objetivo de colocación, la DGTPF, si lo considera conveniente, podrá convocar una segunda vuelta de aquella, exclusivamente entre los creadores de mercado. Cada creador deberá presentar, obligatoriamente, una o más ofertas que, en su conjunto, alcancen para cada creador un importe no inferior al cociente entre la diferencia a financiar y el número de creadores. Las ofertas no estarán sujetas a limitación en cuanto al rendimiento solicitado, y la DGTPF fijará libremente la cantidad total aceptada en esta segunda vuelta.

De esta forma, el Tesoro se garantiza la posibilidad de cubrir en ambas vueltas la totalidad del objetivo anunciado, si lo estima conveniente, cuando el volumen solicitado por el mercado sea inferior a sus deseos, repartiendo el esfuerzo de forma equitativa entre los creadores de mercado.

2. Cuando no se haya anunciado un objetivo de colocación para una subasta o, habiéndolo hecho, se haya cubierto, cada creador de mercado, inmediatamente después de la resolución y hecho público el resultado, podrá presentar hasta tres peticiones adicionales, en las que el rendimiento solicitado no podrá superar el tipo de interés medio resultante de la subasta ni el importe nominal solicitado el 30 % de la media de las cantidades nominales suscritas por cada entidad en las primeras vueltas de las tres subastas inmediatamente precedentes del mismo activo, incluida la correspondiente a la subasta de cuya segunda vuelta se trate. La DGTPF, al resolver esta segunda vuelta, quedará obligada a adjudicar en ella un importe global no inferior al 10 % del adjudicado en la primera si hubiera aceptado en esta más del 50 % de lo solicitado, o al 20 % si hubiera aceptado en esta menos del 50 % de lo solicitado.

No obstante, la DGTPF podrá, excepcionalmente, adjudicar porcentajes más elevados cuando la concentración de adjudicaciones resultante de la primera vuelta o por el riesgo de acaparamiento se puedan derivar alteraciones del normal funcionamiento del mercado. Con este procedimiento, el Tesoro posibilita a los creadores de mercado, ante un exceso de demanda de valores en el mercado respecto a sus deseos de colocación, una adjudicación adicional de valores, si bien con un límite máximo de rendi-

miento y evitando situaciones de acaparamiento, de forma que puedan beneficiarse de su labor de intermediación en el mercado.

Por otra parte, el Tesoro tiene la facultad de celebrar determinadas subastas con carácter restringido, a las que tienen posibilidad de acudir exclusivamente los creadores de mercado. Para ello, podrá optar entre varios métodos, siempre y cuando se garantice la igualdad de oportunidades entre los creadores. La legislación recoge expresamente los siguientes sistemas:

- a) Efectuar una subasta competitiva entre todos los creadores de mercado, a la que estos concurrirán o no con carácter voluntario, y en la que la DGTPF asignará a cada entidad la parte de su petición que hubiera sido aceptada.
- b) Solicitar de todos los creadores una oferta única por el importe total de la deuda a colocar, asignando el Tesoro la totalidad de la emisión a la oferta que considere más favorable, y siendo posible la agrupación o sindicación de entidades a efectos de presentación de la oferta.

II.4.1.2. Procedimiento de suscripción pública posterior a la subasta

Aunque en los últimos años no se sigue utilizando, en el caso de los bonos y obligaciones del Estado la legislación prevé la posibilidad de establecer un procedimiento de suscripción pública, posterior a la resolución de las subastas, y cuando así lo disponga el Director General del Tesoro, que tiene como finalidad la de permitir la adquisición de deuda a los pequeños inversores. Dicho procedimiento posee las siguientes características:

Toda persona física o jurídica podrá formular una o más peticiones de suscripción de deuda del Estado, que serán consideradas compromisos en firme de adquisición, de acuerdo con las condiciones de la emisión, por un importe nominal mínimo de 10.000 PTA cada una y hasta el límite máximo por suscripción que haya establecido la DGTPF, que, en ningún caso, podrá exceder de 25 millones. En el supuesto de no realizar el desembolso íntegro en las fechas establecidas, dará lugar a la correspondiente responsabilidad y, en su caso, a la pérdida de las cantidades exigidas como garantías.

Las peticiones se pueden realizar de la siguiente forma:

Cualquier persona interesada podrá formular su petición directamente en el Banco de España o a través de bancos, cajas de ahorros, Caja

Postal, entidades de crédito cooperativo, sociedades mediadoras del mercado de dinero, sociedades y agencias de valores. Las sociedades gestoras de inversión colectiva o de fondos de pensiones y las sociedades gestoras de carteras inscritas en los registros oficiales podrán presentar las peticiones de suscripción para las instituciones de inversión colectiva, los fondos de pensiones o las carteras que administren.

En el momento de la suscripción se entregará a los suscriptores un recibo acreditativo del ingreso, correspondiente de las órdenes de sus clientes. El precio de suscripción y el importe a ingresar serán los mismos que para las peticiones no competitivas.

El ingreso en la cuenta del Tesoro en el Banco de España del importe suscrito habrá de realizarse en el período de suscripción posterior a la subasta, antes de la fecha límite.

II.4.2. Calendario de emisiones y sistema de anuncio de cantidades

La experiencia acumulada desde la creación de la figura del creador de mercado, por acuerdo del Consejo Ejecutivo del Banco de España en enero de 1988, y la necesidad de que el Tesoro Público cuente con mecanismos adicionales, basados en una relación especial de colaboración con algunas entidades gestoras, con el fin de facilitarle el cumplimiento de los objetivos cuantitativos de financiación, han motivado que estos mantengan un compromiso adicional y permanente frente al Tesoro respecto a la emisión y colocación de deuda del Estado. De esta forma, en estas entidades recaen diversos compromisos (y, como contrapartida, las ventajas derivadas de su protagonismo en la intermediación), como son los de colaborar en la política de financiación del Tesoro, cotizar en firme en ambos lados del mercado secundario y ser contrapartida de las intervenciones de política monetaria ejecutadas por el Banco de España, que en otros países no recaen sobre el mismo grupo de entidades.

El Tesoro hace público, de forma anual, un *calendario de emisiones*, en el que se incluyen las modalidades de deuda que se emiten, las fechas de presentación de las peticiones, de resolución de la subasta y de desembolso. De esta forma, este calendario, completado con el sistema de anuncio de objetivos de emisión, que se describe a continuación, permite evitar excesos o defectos de colocación de valores en el mercado respecto a la capacidad de absorción de este, de manera que se pueda reducir la prima de riesgo de emisión y permitir un alargamiento de la vida media, facilitándole la emisión en los plazos largos de la curva.

Desde finales de junio de 1995, y tras un período de prueba de tres meses, se estableció, por parte del Tesoro, *un sistema de anuncio de*

cantidades en las subastas de bonos y obligaciones que se celebran mensualmente. El objetivo del anuncio mensual de objetivos de emisión en las subastas de valores a medio y largo plazo responde a la necesidad de aumentar los flujos de información existentes entre el oferente de los valores, el Tesoro y los demandantes, representados por los creadores de mercado, de forma que se facilite la formación de expectativas de ambas partes y, consecuentemente, se aumente la transparencia del mercado.

El mercado conoce desde principios de año cuáles serán los vencimientos de los distintos instrumentos de deuda y su perfil temporal, así como las necesidades netas de endeudamiento previstas para el conjunto del año. Sin embargo, no dispone de ninguna información acerca de la política de financiación, en particular sobre el porcentaje a cubrir mediante instrumentos en divisas o en pesetas y, dentro de estos últimos, el peso relativo de cada uno de ellos. Este sistema, similar al existente en otros países, permite anticipar con mayor precisión los tipos de interés de las subastas y reducir la volatilidad del mercado en los días inmediatamente anteriores y siguientes a su celebración.

Con este motivo, se celebra una *reunión entre el Tesoro y los creadores de mercado*, con anterioridad a las subastas mensuales, en la que los creadores exponen, de forma obligatoria e individual, su criterio sobre los importes de emisión «previsto» y «máximo». El anuncio de los objetivos por el Tesoro se efectúa a la mañana siguiente de la reunión.

En concreto, el sistema actualmente vigente presenta las siguientes características:

1. El Tesoro se compromete a no dejar desierta la subasta de ningún instrumento y a adjudicar un mínimo de 30 mm de cada uno, salvo en el caso de las obligaciones a 15 años, que asciende a 15 mm.
2. Antes de las 10 horas del viernes anterior a las subastas, el Tesoro anunciará públicamente a todos los participantes en el mercado las siguientes magnitudes, referidas a cada una de las subastas, las del martes de un lado, y las del miércoles, de otro.

Importe de emisión previsto: no vinculante, representa una estimación por parte del Tesoro del volumen de emisión probable para el conjunto de los dos valores subastados cada día.

Importe de emisión máximo: representa el volumen máximo que el Tesoro se compromete a no superar, incluso aunque las peticiones presentadas sean muy superiores.

Si bien el sistema es, cuanto menos, relativamente reciente, y su funcionamiento ha sido, por lo general, satisfactorio, existen algunos elementos que resultan mejorables.

Aunque el límite máximo supone una garantía para los tenedores de valores de que el emisor no pondrá en circulación un excesivo volumen de deuda, que ponga en peligro la estabilidad de los precios, dicho límite ha supuesto un cierto «corsé» para el Tesoro, especialmente en el momento en el que las expectativas de reducción de los tipos de interés motivaron un empuje significativo de la demanda por encima de las previsiones. Como consecuencia de ello, el Tesoro, desde septiembre de 1996, aplicó el límite máximo exclusivamente a las primeras vueltas de las subastas, cuando hasta entonces incluía tanto las primeras como las segundas.

Por otro lado, si bien el objetivo último del anuncio es aumentar el canal informativo entre el emisor y los potenciales suscriptores, es destacable que los importes estimados y máximos se realicen conjuntamente para todas las subastas de valores de un mismo día, que incluyen plazos completamente separados en la curva de tipos. Así, el hecho de que la distribución temporal de las subastas haga coincidir el mismo día las de bonos de tres años con las de obligaciones a diez años y, desde su puesta en circulación, las emitidas a treinta años, y, por su parte, la de bonos a cinco años con la de obligaciones a quince años, y se dé exclusivamente un objetivo diario conjunto, supone una dificultad a la interpretación de los objetivos de emisión, en especial para aquellas entidades que no son creadores de mercado y, por tanto, no acuden a las reuniones previas con el Tesoro. No obstante, el Tesoro dejó, en su día, abierta la posibilidad de que los objetivos se dieran a conocer para cada instrumento concreto objeto de subasta.

II.4.3. La fungibilidad de las emisiones

Con la finalidad de que los saldos emitidos de una determinada referencia de deuda pública alcancen un mínimo, de forma que su grado de liquidez sea suficiente, se faciliten las transacciones en el mercado secundario y los precios se formen con un grado mínimo de eficiencia, sin que se produzcan escaseces o segmentaciones del mercado, el Tesoro utiliza una misma referencia en la celebración de varias subastas. En efecto, en las órdenes anuales por las que se autoriza y delega la creación de deuda pública se incluye un artículo en virtud del cual se permite que en las subastas, tanto ordinarias como especiales, se ofrezcan ampliaciones de emisiones anteriores o nuevas emisiones.

El procedimiento práctico que suele llevar a cabo el Tesoro para agregar las emisiones consiste en abrir la emisión en la primera subasta

con un período previo al devengo del primer cupón suficientemente amplio, para que, durante sucesivas emisiones, pueda subastar la misma referencia antes de que comience a producir intereses el primer cupón.

En este sentido, la segregación (*strips*) de las emisiones de bonos y obligaciones en sus flujos de caja, cupones y principal, requiere de la existencia de un saldo mínimo de las emisiones. El motivo tiene su origen en la necesidad de que los pagos de cupón de cuantía inferior al de los de principal alcancen un grado mínimo de liquidez. A este hecho se añade el de no poder agregar los pagos de principal con los de los cupones para recomponer los bonos originales, con el fin de no modificar la estructura de vencimientos del Tesoro.

II.4.4. Otras cuestiones

II.4.4.1. Los canjes de deuda

La evolución de los mercados de deuda y el aumento del número de participantes y de operaciones realizadas han elevado el volumen necesario para que una emisión de un valor pueda considerarse suficientemente líquida. De esta forma, se ha producido una concentración del volumen de pagos por intereses y por amortizaciones que conlleva la necesidad de incorporar instrumentos que mejoren la gestión de la deuda y atenúen el perfil de vencimientos de los valores de la deuda pública, a la vez que se facilita la reinversión de los fondos propiedad de los tenedores. Asimismo, la segregación de determinadas emisiones con el fin de poner en marcha el mercado de *strips* supone la necesidad de sustituir referencias antiguas por las segregables, con el fin de dotarlas de un grado de liquidez suficiente.

En este sentido, los canjes voluntarios de deuda ayudan a la consecución de estos objetivos, y el Tesoro ha hecho uso de ellos en numerosas ocasiones.

La operatoria para llevar a cabo este tipo de canjes suele ser siempre la misma, a través de la celebración de una subasta, en la que se establecen las emisiones presentables al canje, las emisiones susceptibles de entrega a cambio, el volumen efectivo máximo aceptable por el Tesoro, la fecha de la subasta y la fecha efectiva del canje.

En las resoluciones por las que se autoriza esta práctica, suele permitirse la participación en el canje a cualquier persona física o jurídica tenedora de deuda, si bien la presentación de ofertas en la correspondiente subasta suele restringirse a los titulares de cuenta en la Central de Anotaciones.

Cada titular podrá ofrecer un número máximo de ofertas competitivas con compromiso firme, en las que se especificarán los siguientes aspectos:

1. El importe nominal ofrecido y el precio, en tanto por ciento con dos decimales, que se solicita para los valores de la emisión antigua.
2. La distribución de dicho importe nominal entre las emisiones que solicita recibir en canje.

Las ofertas recibidas se ordenan por el precio de las solicitudes y, en la misma fecha de celebración de la subasta, se resuelven y se da a conocer su resultado. Todas las solicitudes cuyos precios sean inferiores o iguales al precio máximo aceptado serán automáticamente aceptadas —salvo prorrateo—, valorándose todas a dicho precio máximo. Si existiera prorrateo, este se realizaría de forma similar al de las subastas periódicas de deuda y afectaría a cada oferta formulada al precio máximo aceptado por el importe en el que el nominal ofrecido supere una determinada cuantía, normalmente dos millones de pesetas.

Por otro lado, también se ha permitido, en ciertas ocasiones, la realización de un número máximo de peticiones no competitivas, que serán aceptadas en su totalidad, siempre que se acepte alguna oferta competitiva. A estas se les asignará como precio el medio ponderado redondeado de las ofertas competitivas. En cualquier caso, como las competitivas se aceptan todas al precio máximo aceptado, si entre dicho precio máximo y el medio ponderado existiera una diferencia importante a juicio del Tesoro, el precio asignado a las ofertas no competitivas se calcularía en virtud de unos procedimientos previamente establecidos. En concreto, en octubre de 1995 el sistema preveía un precio mínimo de asignación para ellas de 10 puntos básicos por debajo del máximo resultante de la subasta.

II.4.4.2. La amortización anticipada de valores

Asimismo, la conveniencia de diluir los vencimientos de deuda en determinadas ocasiones, para adaptarlos a la evolución de la Tesorería y a las expectativas de evolución del mercado, ha motivado, en ocasiones, que el Tesoro, en colaboración con el Banco de España como su agente en este mercado, lleve a cabo la amortización anticipada de algunas emisiones por unos importes efectivos máximos previamente establecidos. La última amortización anticipada tuvo lugar a finales del año 1995.

En concreto, el Tesoro amortiza anticipadamente un determinado saldo de valores, a través de la compra a vencimiento de estos por parte del Banco de España, en el mercado secundario, y, posteriormente, mediante su amortización de la cartera de deuda de este último. La autorización de es-

tas operaciones se suele realizar anualmente en el real decreto por el que se dispone la creación de deuda del Estado. En el caso de las letras, el precio de reembolso es el medio registrado en el día, calculado por la Central de Anotaciones o, en su defecto, por la aplicación de la correspondiente fórmula al tipo de interés implícito en el precio medio registrado el último día de negociación de letras con un plazo similar. Para los bonos y obligaciones, el precio de amortización se determinará actualizando hasta la fecha el precio correspondiente, al tipo medio registrado en el mercado secundario en el día, para la deuda de características y plazo similar.

II.4.4.3. El mercado gris o «para cuando se emita»

La posibilidad que abre el sistema de liquidación de valores del mercado de deuda de liquidar una operación, bien por ser a plazo o, incluso, al contado, con una fecha-valor posterior a la de contratación, permite a los participantes realizar operaciones de mercado secundario con referencias cuya emisión en el mercado primario aún no se ha realizado. Este mercado se denomina mercado gris o «para cuando se emita». En todo caso, los participantes solo realizan estas transacciones una vez que la celebración de la subasta y la fecha de resolución están confirmadas por el Tesoro, a través de la publicación de sus anuncios y resoluciones administrativas. Este tipo de transacciones se realiza tanto en el segmento ciego como en el segundo escalón del mercado.

Aparte de las motivaciones de especulación que puede llevar a un miembro del mercado a realizar operaciones en el mercado gris, pueden existir otras, como la necesidad de asegurarse un saldo de una determinada referencia, al margen del riesgo inherente a la subasta, la de garantizarse una operación de intermediación con valores adquiridos en la subasta, etc.

Este mercado, aunque no siempre lo suficientemente líquido, cotiza precios de los valores que se van a emitir, de forma que suponen una buena referencia para los participantes en la subasta, tanto los solicitantes a la hora de realizar las peticiones como el Tesoro para valorar con anterioridad los posibles resultados de la emisión.

II.5. Análisis de la participación en las subastas (20)

Entre los propósitos que se trazaron los reguladores del mercado destacaba, por encima del resto, la necesidad de dotarle de un alto gra-

(20) En este apartado se utiliza parte de la información ya recogida en el capítulo III de la *Memoria sobre la actividad de la Central de Anotaciones y de los Mercados de Deuda Pública*, publicada por el Banco de España, correspondiente a 1997.

do de simplicidad en sus estructuras que facilitara el acceso a los pequeños inversores. Simultáneamente, la eficiencia del mercado de deuda dependía de la existencia de un potente núcleo mayorista que ejerciera de referencia para el resto de los inversores.

En el segmento mayorista, los principales suscriptores de deuda son los creadores de mercado, según se pone de manifiesto en el gráfico II.6, a una distancia evidente de los otros negociantes de deuda y del resto de titulares de cuenta. Dentro de estas categorías, y en función de los distintos tipos de intermediarios, son los bancos, seguidos de las cajas, los mayores participantes y adjudicatarios en las subastas de deuda.

Los creadores de mercado disfrutan de su propio «privilegio», como contrapartida a sus compromisos, que se concreta en las reuniones informativas previas a la celebración de las subastas y en la posibilidad de acceso a las segundas vueltas y, en su caso, a subastas restringidas extraordinarias.

Los no residentes, por su parte, no acceden, en la práctica, directamente a las subastas de deuda, sino que sus adquisiciones se realizan, bien a través de otros participantes, bien en el mercado secundario. Se trata, en su mayoría, de inversores institucionales cuya operatoria en el mercado tiene que ver con motivos de inversión, muchas veces financiada en el mercado interior para evitar riesgos de cambios y obtener un mayor apalancamiento, o bien con las operaciones de lavado de cupón de los inversores institucionales residentes.

Por su parte, la utilización de valores unitarios muy bajos (un millón de pesetas para las letras y de 10.000 PTA para bonos y obligaciones) demuestra la vocación universal del mercado y el deseo, por parte de sus gestores, de difundir los valores emitidos hasta los últimos inversores particulares. A este respecto, la posibilidad de acceso libre y directo a las subastas, en ausencia de límites mínimos del importe de las pujas superiores al valor unitario de cada instrumento, en el caso de las peticiones no competitivas, permite a los inversores particulares obtener los valores desde su emisión.

La creación del sistema de cuentas directas por parte del Banco de España, a través del cual cualquier particular puede acceder directamente a cualquier entidad financiera, en igualdad de condiciones y sin pago de comisiones, a las subastas de valores de deuda pública, confirma el propósito generalista del mercado de deuda público español, en comparación con otros mercados nacionales.

Desde este punto de vista, es destacable que, a pesar del elevado número de participantes en las subastas, en el que se aglutinan inversores mayoristas y minoristas, el desfase entre el cierre del plazo de reali-

**PARTICIPACIÓN EN LAS SUBASTAS DE DEUDA
DISTRIBUCIÓN POR TIPOS DE ENTIDADES E INSTRUMENTOS
IMPORTES NOMINALES ADJUDICADOS EN 1997**



Fuente: Banco de España.

zación de las peticiones y el de resolución de la subasta, no supera, apenas la media hora. De esta forma, gracias al sistema establecido, la participación de inversores particulares no supone para los participantes mayoristas un riesgo adicional de cambio de precios en el mercado, debido a la realización de tareas administrativas que separen injustificadamente el momento de las peticiones y el de la resolución de la subasta.

Al mismo tiempo, la existencia de pujas no competitivas limitadas hasta los 25 millones, que son adjudicadas automáticamente también al precio medio ponderado, supone un aliciente a la participación de pequeños inversores. El alto nivel de información de los participantes en las subastas motiva que el recorrido existente entre el precio medio y el marginal de las subastas sea muy reducido, permitiendo a los pequeños inversores obtener los valores a unos precios extraordinariamente competitivos y, en muchos casos, similares a los obtenidos por los grandes, como se evidencia en el cuadro II.2, para datos correspondientes a 1997.

En él se realiza una pequeña simulación para determinar el grado de concentración que presenta la distribución de las peticiones. En este cuadro se incluye, para el conjunto de las subastas celebradas y para cada

DISPERSIÓN DE LAS PETICIONES EN LAS SUBASTAS
Año 1997

Millones

	<i>Nominal adjudicado</i>	<i>Efectivo adjudicado</i>	<i>Efectivo precio medio</i>	<i>Efectivo precio marginal</i>	<i>Desviación a favor Tesoro</i>	<i>% sobre efectivo</i>	<i>Desviación a favor suscriptores</i>	<i>% sobre efectivo</i>	<i>Importe recorrido</i>	<i>% sobre efectivo</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)=(2)-(4)	(5)/(2)*100	(6)=(3)-(2)	(6)/(2)*100	(7)=(3)-(4)	(7)/(2)*100
Total letras	13.804.190	13.100.942	13.102.165	13.099.068	1.874	0,01	1.233	0,01	3.097	0,02
<i>Letras a seis meses</i>	3.304.840	3.220.810	3.220.920	3.220.695	115	0,00	110	0,00	225	0,01
<i>Letras a doce meses</i>	5.601.015	5.327.026	5.327.633	5.326.176	850	0,02	607	0,01	1.457	0,03
<i>Letras a dieciocho meses</i>	4.898.335	4.553.106	4.553.612	4.552.197	909	0,02	506	0,01	1.415	0,03
Total bonos y obligaciones	7.734.456	7.772.958	7.775.657	7.769.371	3.587	0,05	2.699	0,03	6.286	0,08
<i>Bonos a tres años</i>	2.456.148	2.452.172	2.452.582	2.451.747	425	0,02	410	0,02	835	0,03
<i>Bonos a cinco años</i>	2.064.563	2.112.479	2.113.039	2.111.467	1.012	0,05	560	0,03	1.572	0,07
<i>Obligaciones a diez años</i>	2.333.620	2.327.443	2.328.789	2.325.898	1.545	0,07	1.346	0,06	2.891	0,12
<i>Obligaciones a quince años</i>	880.125	880.864	881.247	880.259	605	0,07	383	0,04	988	0,11
Total	21.538.646	20.873.900	20.877.822	20.868.439	5.461	0,03	3.922	0,02	9.393	0,04

Fuente: Banco de España.

uno de los valores emitidos, en las columnas 1 y 2, respectivamente, el importe nominal total adjudicado y el importe efectivo total. A continuación, en las columnas 3 y 4, se muestra cuál hubiera sido el importe efectivo si todo el volumen del año se hubiera adjudicado al precio medio de cada subasta (columna 3) y al precio marginal (columna 4). Como el Tesoro se ve favorecido cuando los precios de adjudicación son más elevados —al contrario que los inversores—, la columna 5 reflejaría el beneficio que ha supuesto para el Tesoro el haber ingresado un importe superior al que hubiera logrado de haber colocado todos los valores al precio marginal. Simétricamente, la columna 6 recogería el beneficio para los inversores, de haber obtenido los valores a un precio inferior al medio de las subastas. Asimismo, se recogen los porcentajes que estas desviaciones suponen sobre el efectivo total y la suma de estos, coincidente con la diferencia entre los efectivos calculados al precio medio y marginal.

Como se puede apreciar en el cuadro, estas desviaciones suponen, en conjunto, 5,4 mm y 3,9 mm, respectivamente, en 1997. Dichas cuantías no ascienden más que a un 0,03 % y un 0,02 % del efectivo total adjudicado, lo que confirma el alto grado de aproximación existente entre los precios medios y marginales de las subastas, y de concentración de las peticiones. Si este cálculo se realizara en términos de tipos de interés, variable de referencia de las peticiones, esta concentración aumentaría, ya que, en términos de precios, el mayor plazo de los bonos, y sobre todo de las obligaciones, conlleva una ampliación de la diferencia.

Precisamente, el escaso recorrido de tipos de interés de las peticiones ha motivado una modificación, en 1998, de los escalones mínimos de los precios de las peticiones competitivas. En efecto, la información de la que disponen los suscriptores a la hora de realizar las pujas —basada en los precios del mercado secundario y del «mercado gris o para cuando se emita»— y el margen de tiempo de que disponen para realizar las peticiones, hasta poco antes de la resolución de las subastas, son considerables. De esta forma, a medida que los escalones de las peticiones son más amplios, es más fácil predecir los tipos a los que se «cortarán» las subastas, mayor la tendencia a «amontonarse las pujas» a un mismo tipo de interés y menor la dispersión de los resultados.

Estos escalones, que son más amplios a medida que la duración del instrumento emitido es mayor, fueron, en 1997, de una centésima, una veinteaava y una décima parte de un punto porcentual para las letras, bonos y obligaciones, respectivamente. En 1998, estos escalones han sido modificados y se sitúan en cinco milésimas de punto para las letras, y en una centésima y en una veinteaava parte de un punto para los bonos y las obligaciones, respectivamente. En consecuencia, se acrecienta la complejidad para predecir el escalón al que se resolverá la subasta, al aumentar las posibilidades de dispersión de las peticiones. Esto no significa

SUBASTAS DE DEUDA DEL ESTADO
PARTICIPACIÓN DE LOS DIFERENTES AGENTES
Año 1997

Miles de millones

	<i>Solicitado</i>				<i>Adjudicado</i>		<i>% adjudicado/solicitado</i>	
	<i>Competitivo</i>		<i>No competitivo</i>		<i>Particulares</i>	<i>Miembros del mercado</i>	<i>Particulares</i>	<i>Miembros del mercado</i>
	<i>Particulares</i>	<i>Miembros del mercado</i>	<i>Particulares</i>	<i>Miembros del mercado</i>				
Letras a seis meses	0,0	7.076,1	0,0	0,0	0,0	3.304,8	—	46,7
Letras a doce meses	11,8	8.754,1	317,0	599,9	328,7	5.272,3	99,9	56,4
Letras a dieciocho meses	0,6	9.694,1	41,3	20,1	41,9	4.856,4	99,9	50,0
Bonos a tres años	0,3	5.405,3	7,4	437,3	7,6	2.448,5	99,9	41,9
Bonos a cinco años	0,2	4.251,3	6,0	207,7	6,1	2.058,5	99,9	46,2
Obligaciones a diez años	1,2	4.330,1	7,3	229,6	8,5	2.325,1	99,5	51,0
Obligaciones a quince años	0,1	1.390,1	2,4	166,9	2,5	877,6	99,6	56,4
Total	14,1	40.901,1	381,3	1.661,4	395,3	21.143,3	99,9	49,7

Fuente: Banco de España.

que, en términos absolutos, el recorrido neto global entre las peticiones se amplíe, aunque sí lo hará la competencia entre las entidades, la dificultad de realizar las peticiones y el abanico de tipos de interés de las adjudicaciones.

Con tal grado de información, y dado el pequeño recorrido de las peticiones, es lógico que el número de pujas que realiza cada participante en cada subasta sea muy reducido, a pesar de que el número de peticiones por solicitante no esté limitado.

Paradójicamente, aunque la participación en las subastas está abierta a todo tipo de inversores, la distribución de la deuda pública española presenta un elevado nivel de intermediación. En efecto, la participación de los inversores individuales en el mercado de deuda se ha centrado tradicionalmente en el corto plazo, concretamente en el segmento de letras a un año, como se pone de manifiesto en el cuadro II.3 (21). En concreto, del total de deuda adjudicada a los inversores particulares, más del 90 % está compuesto por letras, tanto a dieciocho meses como, especialmente, a un año (22). Asimismo, el acceso de los particulares se produce, en más de un 95 % del volumen solicitado, a través de peticiones no competitivas y, en muchos casos, a través de reinversiones de los fondos obtenidos en los vencimientos de las letras del Tesoro, a través de la utilización del Servicio de Cuentas Directas del Banco de España.

Esta característica tradicional de la inversión particular es coherente con la estructura de tipos de interés vigente durante años en el mercado, consistente en una curva tipo plazo con marcada pendiente negativa, lo que incentivaba la colocación de fondos en el corto plazo. Más aún, el desarrollo del mercado de operaciones dobles del mercado español, especialmente en el corto plazo, y la parvedad de la inversión institucional residente hasta épocas recientes han conllevado un alto volumen de colocación de fondos de las familias en las operaciones *repo* (23), que soportan, por otro lado, un riesgo de tipo de interés inferior al de las tenencias a vencimiento de bonos y obligaciones.

Por otra parte, han existido tradicionalmente importantes incentivos al desarrollo de esta operativa doble, tanto para las entidades, que logra-

(21) Aunque en este cuadro se incluyen datos referidos al año 1997, este rasgo es característico desde la inauguración del mercado español de deuda pública.

(22) Cabe recordar que el acceso a las letras a seis meses queda, de hecho, restringido a los inversores mayoristas, ya que es posible, exclusivamente, obtenerlas en las subastas a través de peticiones competitivas por un importe mínimo de 100 millones.

(23) Las dobles simultáneas están reservadas al segmento mayorista, debido a la limitación de 100 millones de pesetas para realizar las operaciones a plazo que forman parte de toda operación simultánea. Una visión de las diferencias entre las operaciones *repos* y las simultáneas se puede encontrar en I. Iglesias y J. Esteban, *Repos y operaciones simultáneas: estudio de la normativa*, Banco de España, Documento de Trabajo nº 9518.

ban esquivar el coeficiente de caja —que, en ocasiones, ha alcanzado niveles muy elevados—, como para los inversores últimos, ya que su tratamiento fiscal ha sido más favorable respecto a la tenencia directa de los valores.

Consecuentemente, la distribución de la deuda, tanto de letras como —especialmente— de bonos y obligaciones, se ha llevado a cabo tradicionalmente por los bancos y cajas de ahorros, a través del mercado de operaciones dobles. Mediante esta operatoria, los bancos y cajas, principales suscriptores de valores, los financian, tanto en sus operaciones de política monetaria con el Banco de España como con los particulares e inversores no residentes, a través de cesiones temporales. De esta forma, son ellos los que han soportado el riesgo de interés, pero también han logrado las mayores plusvalías (también minusvalías, como en el año 1994), con un elevado nivel de apalancamiento.

En los últimos años, el auge de la inversión colectiva, especialmente de los fondos de inversión tras la reforma del IRPF de 1991, ha permitido a las entidades de depósito financiar gran parte de sus tenencias de deuda mediante su colocación en los fondos de inversión que gestionan y de las que son depositarias empresas de sus grupos consolidados. De hecho, el mejor tratamiento fiscal que poseen las participaciones de los fondos respecto a las tenencias de deuda para las personas físicas (tanto en el régimen de retenciones como de sus rendimientos) obliga a los particulares a sortear la alta fiscalidad de la tenencia de valores, en favor de su adquisición indirecta a través de fondos de inversión. A cambio, las entidades bancarias obtienen un alto volumen de comisiones de gestión y de depósito, así como un margen adicional a través de precios.

III

MERCADO SECUNDARIO

ROMÁN SANTOS SANZ

III.1. Introducción

En este capítulo se aborda la descripción del mercado secundario español de deuda pública; para ello, en las siguientes secciones se repasan los tipos de operaciones existentes, las clases de miembros del mercado, el resto de participantes del mercado, la distribución de la negociación y, finalmente, se comenta la actuación de los grupos de agentes más activos en este mercado.

Además, se incluye un anejo con la Aplicación Técnica 2/1997 de la Central de Anotaciones, que regula la negociación separada del principal y de los intereses de la deuda del Estado segregable.

Antes de todo ello, resulta conveniente realizar una introducción de carácter muy general, a fin de dar una idea de la situación actual del mercado español de deuda pública en relación con su propio pasado y con el resto de mercados españoles.

III.1.1. Caracterización del mercado

El mercado español de deuda es un mercado desconcentrado, esto es, un mercado en el que no existe un sistema de negociación a través del cual se realicen todas las operaciones.

En los mercados concentrados, al canalizarse todas las órdenes hacia un sistema único de negociación, el precio en cada momento del tiempo también es único y solo se producen excepciones en las llamadas operaciones extrabursátiles (operaciones realizadas al margen de los sistemas de negociación habituales), que, por su naturaleza y en defensa de los pequeños inversores, están estrechamente supervisadas por las autoridades competentes.

En el mercado español de deuda pública anotada, al igual que en todos los mercados desconcentrados, el precio no es único, ya que un mismo activo se puede negociar a precios distintos en el mismo momento de tiempo. No obstante, el propio mercado difunde información suficiente para que todos los agentes puedan valorar si los precios a los que cruza una operación corresponden a los niveles del mercado.

Al tratarse de un sistema de negociación bilateral, la puesta en contacto de las partes contratantes puede ser directa o bien con la intervención de un agente especializado. El primer caso es el habitual en las operaciones que un inversor minorista realiza con una entidad bancaria: este inversor decide con quién opera, de la misma forma que decide en qué entidad mantiene sus depósitos o pide un crédito (es un sistema de búsqueda directa). El segundo caso reduce de manera importante los costes de búsqueda, pues el agente especializado recibe y difunde la información que le llega de multitud de participantes en el mercado.

En relación con otros mercados, tanto nacionales como extranjeros, puede afirmarse que el mercado español de deuda es muy abierto, ya que prácticamente todas las entidades de carácter financiero, en un sentido amplio, pueden ser miembros del mercado, siendo el único requisito exigible el establecimiento permanente en España de la entidad solicitante.

En contraposición a lo anterior, el segmento ciego del mercado —en el cual las partes contratantes no conocen la identidad de la contrapartida—, por sus especiales características, es un tramo con acceso restringido. Además, en dicho tramo el mercado dispone de un sistema de negociación dirigido por precios [en realidad, cada uno de los cuatro *brokers* ciegos sirve su propia red electrónica, por lo que se trata de cuatro sistemas, pero de diseño idéntico (1)]. Al existir estas cuatro redes electrónicas, teóricamente pueden existir precios diferentes para el mismo activo en el mismo instante de tiempo.

En España existen, además del mercado de deuda pública anotada, otros dos mercados en los que se negocian valores de renta fija: el bursátil y el mercado de la AIAF. Sin embargo, los volúmenes de negociación en estos mercados no son del mismo orden de magnitud que los registrados en el mercado de deuda. En el cuadro III.1 se pueden observar las diferencias en los volúmenes de contratación.

(1) La apariencia muy similar de las pantallas de estos cuatro mediadores no responde al cumplimiento de regulación alguna al respecto, sino que es un resultado natural de la competencia entre ellos. Un diseño distinto por parte de alguno de ellos sería un inconveniente para su actividad, salvo que dicho diseño fuera claramente superior al resto; pero, en este caso, los otros mediadores adaptarían rápidamente sus pantallas, con lo que, al final, es totalmente razonable que los cuatro mediadores utilicen el mismo diseño de pantalla.

NEGOCIACIÓN DE VALORES DE RENTA FIJA
(Miles de millones)

	1996	1997
Mercado de deuda pública (a).....	216.983,0	254.687,0
Bolsas de valores (b)	12.990,0	9.021,0
Mercado de la AIAF	2.484,0	2.879,0

Fuentes: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

(a) Incluye únicamente compraventas simples al contado de bonos y obligaciones. Volúmenes nominales.

(b) Volúmenes efectivos.

Mientras el mercado de la AIAF tiene una estructura muy similar al mercado de deuda (tanto en la forma de negociación como en los niveles de apertura), el mercado bursátil es el polo opuesto, ya que se trata de un mercado cerrado y concentrado, con un sistema de negociación dirigido por órdenes.

III.1.2. Evolución histórica

El mercado español de deuda pública basado en el sistema de anotaciones en cuenta comenzó a funcionar en 1987. Desde entonces, la negociación ha ido siempre en aumento, con la excepción del año 1995, y se vio significativamente acelerada gracias a la entrada de inversores no residentes en 1993, como resultado, básicamente, de cambios en el tratamiento fiscal de las retenciones sobre los rendimientos de la deuda pública.

Esta incorporación de los no residentes a la actividad en el mercado de deuda española, cuya presencia en la actualidad tiene un carácter muy estable, dotó al propio mercado de un mayor dinamismo y provocó un uso creciente de las operaciones simultáneas entre los miembros del mercado.

En la actualidad, la importancia, tanto en términos de cartera como de actividad en el mercado secundario, de los inversores institucionales nacionales, con el desarrollo que en los últimos años están teniendo los fondos de pensiones y, muy especialmente, los fondos de inversión, es cada vez mayor; gracias a ello, la evolución del mercado español de deuda pública no depende de la actuación de los inversores no residentes en la misma medida en que dependía hace algunos años, aunque sigue siendo de gran trascendencia.

MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA PÚBLICA
Negociación total



Fuente: Banco de España.

En el gráfico III.1 se observa la evolución de la negociación total, dividida en los distintos instrumentos de financiación del Estado. Pueden apreciarse claramente dos etapas en esta evolución: una primera, hasta el año 1992, con un crecimiento paulatino de la negociación y en la que todavía perviven los pagarés del Tesoro (si bien con una importancia marginal); y una segunda, desde 1993 hasta la actualidad, en la que los no residentes participan muy activamente y los volúmenes de negociación crecen a ritmos más rápidos, gracias exclusivamente a la expansión en la contratación de deuda a medio y largo plazo.

Este creciente peso de la negociación de bonos y obligaciones, que ha sido una constante en la evolución del mercado español de deuda pública, es el que se representa en el gráfico III.2.

III.2. Operaciones

En esta sección se realiza una somera descripción de las distintas operaciones que se pueden efectuar en el mercado oficial de deuda pública. Para ello, se comentarán sucesivamente la clasificación y las caracte-

NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO DE DEUDA
Distribución por instrumentos



Fuente: Banco de España.

rísticas de las operaciones, su significación económica para los distintos agentes, la contabilización que de ellas hacen las entidades de crédito y, finalmente, volveremos con los conceptos ya apuntados en otras partes de este libro de cartera registrada y cartera a vencimiento.

III.2.1. Descripción y clasificación

En el mercado español de deuda pública existen dos clases de operaciones: simples (con una sola compraventa) y dobles (compuestas por dos compraventas de sentido contrario).

Dentro de las operaciones simples se diferencia entre las operaciones al contado y las operaciones a plazo. En las primeras, en el momento de la contratación se determinan los valores objeto de la operación y las condiciones en que se realizará la transacción, que incluirán la transmisión de los valores antes del quinto día hábil siguiente al de la contratación. De no estipularse fecha para la operación, se entenderá acordado el día hábil siguiente al de contratación. Por su parte, las operaciones a plazo se caracterizan porque la fecha de transmisión acordada es poste-

rior a las cinco hábiles siguientes a la de contratación (véase gráfico III.3).

Por supuesto, la diferencia entre contado y plazo es totalmente arbitraria, pero es preciso señalar en qué se basa la decisión que separa ambos tipos de operaciones en función de la fecha de transmisión. La única razón existente tras esta distinción es que, en la práctica común de otros mercados, las operaciones al contado se liquidaban cinco días hábiles después de la fecha de contratación; extendiendo el concepto de contado hasta esa fecha, se conseguía que el mercado español fuere homologable a los usos habituales en otros países (2).

Por su parte, dentro de las operaciones dobles se distinguen, a su vez, los siguientes tipos: las operaciones de compraventa con pacto de recompra en fecha fija, las operaciones de compraventa con pacto de recompra a la vista y las operaciones simultáneas.

Las operaciones de compraventa con pacto de recompra en fecha fija, denominadas también operaciones *repo* en fecha fija o simplemente operaciones *repo*, son aquellas en las que el propietario de los valores los vende a un comprador, a un precio establecido, conviniendo con él, en el mismo momento, su recompra, en una fecha intermedia entre la de la venta y la de la amortización (véase gráfico III.3).

En estas operaciones, la venta inicial ha de producirse antes del quinto día hábil siguiente al de la contratación, al igual que en el caso de las operaciones al contado, y, como en ellas, en caso de no establecerse, se entenderá que la fecha de realización es el día siguiente hábil al de contratación.

El precio de la recompra podrá, alternativamente, estipularse en el momento de la contratación, o bien referirse en dicho acto al tipo de interés resultante de la aplicación de un diferencial preestablecido, positivo o negativo, al valor que presente, en la fecha de ejecución de la compra inicial, algún tipo de interés de referencia.

Una característica muy importante de los valores adquiridos mediante operaciones *repo* es que su disponibilidad está limitada a la realiza-

(2) En el segmento ciego del mercado, que se comentará más adelante, los negociantes cotizaban y acordaban operaciones con entrega en el quinto día hábil siguiente a la fecha de contratación (esto es, en el último día en el que la operación tendría consideración de contado) por la razón citada. Recientemente, dados los con los cambios ocurridos en otros mercados europeos de deuda, han acordado, como norma general, cotizar y contratar operaciones, adoptando el tercer día hábil siguiente al de la contratación como fecha de liquidación, con el fin de mantener las mismas prácticas que en los mercados más importantes del resto de Europa. En cierta medida, esta práctica se está contagiando al resto del mercado.

OPERACIONES SIMPLES Y DOBLES



Fuente: Banco de España.

ción de operaciones *repo* cuyo vencimiento no exceda de la fecha de vencimiento de la primera operación.

Las operaciones de compraventa con pacto de recompra a la vista, también llamadas operaciones *repo* a la vista, son aquellas en las que el propietario de los valores los vende a un comprador, a un precio establecido, pero en lugar de fijarse una fecha de recompra, se fija un período de tiempo en el que el comprador puede exigir la recompra por parte del propietario inicial en los términos establecidos en el momento de la contratación, que generalmente fijan una tasa de rentabilidad a la operación (véase gráfico III.3).

Las operaciones simultáneas son aquellas que resultan de la unión de dos compraventas simples de sentido contrario, realizadas ambas por el mismo nominal y para la misma emisión, con dos fechas de ejecución distintas. Así, una operación simultánea puede estar compuesta por dos operaciones al contado, por una al contado y una a plazo, o por dos operaciones a plazo (véase gráfico III.3).

A diferencia de las operaciones *repo*, el comprador de valores mediante una operación simultánea posee la plena disponibilidad de los saldos de valores adquiridos; ello se sigue del hecho de que, en realidad, está concatenando dos operaciones simples, y el comprador mediante una operación simple no soporta restricción alguna sobre la disponibilidad de los valores.

Otra diferencia consiste en que, en las operaciones simultáneas, la compraventa inicial no tiene que producirse antes del quinto día hábil siguiente al de la contratación, ya que, como se ha comentado, puede estar iniciada por una operación a plazo.

En todo caso, conviene tener presente que las distintas operaciones que tienen lugar en el mercado español de deuda, tanto simples como dobles, están sometidas al régimen jurídico de la compraventa. De esta forma, un tenedor de deuda pública es el propietario de dicha deuda, independientemente de la operación mediante la cual la adquirió.

Para acabar con la descripción de las operaciones de mercado secundario, y a fin de evitar confusiones, merece la pena recordar que lo que internacionalmente se conoce como *repo* es asimilable a las operaciones simultáneas en el mercado español, mientras que el *repo* español es una operación que no existe en el resto de mercados de deuda.

Finalmente, es preciso mencionar, por un lado, las transferencias de valores, que se realizan en la actualidad en el mercado español de deuda pública, pero que no tienen la consideración de operaciones, y, por otro, las operaciones *repo* intradía, que hoy por hoy no existen en el mercado.

Las transferencias de valores son el movimiento de valores desde el registro de terceros de una entidad gestora al registro de terceros de otra entidad gestora, sin que varíe por ello el propietario de los valores. Estos movimientos se producen cuando un tercero decide cambiar de entidad gestora, o bien cuando se produce una venta a un tercero que no desea tener los valores registrados en la entidad gestora en la que se hallaban anotados (3). Por tanto, las transferencias de valores no suponen cambio alguno en la titularidad de los valores y están motivadas por la decisión del titular acerca de la entidad gestora en la que desea mantener sus valores.

Por otro lado, los cambios que se están introduciendo en el sistema de liquidación de grandes pagos gestionado por el STMD con el fin de configurarlo como un sistema bruto de liquidación en tiempo real están haciendo necesaria la creación de mecanismos que faciliten la posibilidad de realizar préstamos intradía, ya sea por parte del Banco de España, ya sea entre las propias entidades. En un futuro, cuando sea posible realizar también en tiempo continuo la liquidación de la Central de Anotaciones, será posible la realización de operaciones temporales intradía (esto es, las dos operaciones de compraventa que la componen tendrían lugar en la misma sesión de mercado) para facilitar el adecuado funcionamiento del sistema de liquidación de grandes pagos.

III.2.2. Significación económica

Las distintas operaciones tienen diferentes sentidos, dependiendo de los agentes que las realizan, e incluso, en muchos casos, la misma operación no tiene idéntico significado para las partes contratantes. Por ello, este apartado, lejos de pretender dar un detalle completo de las posibles interpretaciones económicas de las operaciones con deuda pública, trata de apuntar varios casos habituales.

Cuando una entidad de crédito contrata con otra una operación doble, utiliza esta operativa como una vía alternativa a la contratación de un depósito interbancario. De esta forma, esta operación se observa como un préstamo de fondos con garantía de valores, por lo que su tipo de interés, al no tratarse ya de un préstamo personal, será ligeramente inferior al que se contrataría en el mercado interbancario.

(3) Existen también transferencias, aunque son menos habituales, en las que los valores se transfieren entre una cuenta a nombre propio de un titular y el registro de terceros de una entidad gestora; esto ocurre cuando en la operación intervienen un tercero y un titular que no es al mismo tiempo la gestora en la que el tercero mantenía o desea mantener sus valores.

Sin embargo, en los períodos finales de existencia del coeficiente de inversión, las operaciones dobles con pagarés del Tesoro en las fechas próximas al cumplimiento de dicho coeficiente no podían interpretarse de la misma forma. La necesidad imperiosa de tener un volumen determinado de pagarés del Tesoro hacía que las entidades con escasez de estos valores realizaran en ocasiones operaciones dobles con rentabilidades negativas: compraban los pagarés a un precio y los revendían posteriormente a un precio inferior. Por tanto, estas operaciones podían ser consideradas, debido al concreto marco institucional en el que se encuadraban, como un préstamo de valores con garantía de dinero.

En la actualidad, cabría hacer una interpretación similar respecto de aquellas entidades que se encuentran faltas de alguna referencia de deuda de cara a la liquidación diaria y se ven en la obligación de adquirirla temporalmente a un tipo de interés penalizador.

En los casos de operaciones dobles de entidades de crédito con sus clientes, estaríamos ante una operación con una alta sustituibilidad con las operaciones de depósito a plazo e incluso con las operaciones de depósito a la vista o de ahorro, si la operación es un *repo* a la vista.

Asimismo, y con carácter general, el uso de operaciones simultáneas permite a los inversores distintas estrategias frente al riesgo de tipo de interés. En concreto, hablamos de operaciones simultáneas, porque con ellas el comprador siempre tiene disponibilidad absoluta de los valores, con lo que puede realizar cualquier operación.

Además, con las operaciones dobles se hallan a disposición de los participantes en el mercado dos opciones fundamentales: la posibilidad de vender valores sin disponer de ellos y la posibilidad de comprar valores sin disponer del efectivo correspondiente.

En efecto, un inversor puede comprar valores a vencimiento y cederlos en el mismo momento en una operación simultánea. Así, sin necesidad de aportar dinero, salvo el diferencial entre el rendimiento del título y el coste de financiación de la simultánea, adopta una posición en el mercado, en la confianza de que los precios de los valores adquiridos aumenten lo suficiente para que las ganancias de capital sean mayores que el citado diferencial.

Evidentemente, de equivocarse en su percepción de la realidad, el agente, además de hacer frente al diferencial de intereses, experimentará pérdidas de capital.

En el cuadro III.2 se facilita un ejemplo de este tipo de operación, suponiendo un nominal cruzado de 100 millones de pesetas. En él se observan los precios medios de operaciones al contado, los tipos medios de

COMPRA A VENCIMIENTO FINANCIADA MEDIANTE OPERACIONES TEMPORALES

	Precio al contado	Tipo simultánea un día	Cupón pesetas/millón	Operaciones a vencimiento		Ventas simultáneas		Flujos de caja
				Compra (pago)	Venta (cobro)	Pago	Cobro	
1.2.98				104.276.699			104.276.699	0
2.2.98	104,243	4,69	336,99			104.290.284	105.270.548	980.264
3.2.98	105,220	4,70	505,48			105.284.292	105.215.397	-68.895
4.2.98	105,148	4,78	673,97			105.229.367	105.107.247	-122.120
5.2.98	105,023	4,78	842,47			105.121.203	104.995.096	-126.107
6.2.98	104,894	4,78	1.010,96					
7.2.98								
8.2.98								
9.2.98	105,106	4,78	1.516,44			105.036.919	105.257.644	220.725
10.2.98	105,134	4,79	1.684,93			105.271.620	105.302.493	30.873
11.2.98	105,609	4,78	1.853,42			105.316.504	105.794.342	477.838
12.2.98	106,225	4,74	2.021,92			105.808.389	106.427.192	618.803
13.2.98	106,377	4,54	2.190,41			106.441.205	106.596.041	154.836
14.2.98								
15.2.98								
16.2.98	106,845	4,53	2.695,89			106.636.370	107.114.589	478.219
17.2.98	106,905	4,52	2.864,38			107.128.068	107.191.438	63.370
18.2.98	107,409	4,53	3.032,88			107.204.896	107.712.288	507.392
19.2.98	107,380	4,53	3.201,37			107.725.842	107.700.137	-25.705
20.2.98	107,119	4,53	3.369,86		107.455.986	107.713.689		-257.703
Suma de los flujos de caja								2.931.790

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

VENTA A VENCIMIENTO DE UN VALOR ADQUIRIDO TEMPORALMENTE

	Precio al contado	Tipo simultánea un día	Cupón pesetas/millón	Operaciones a vencimiento		Ventas simultáneas		Flujos de caja
				Compra (pago)	Venta (cobro)	Pago	Cobro	
1.2.98					107.152.699	107.152.699		0
2.2.98	107,119	4,53	336,99			107.430.548	107.166.182	-264.366
3.2.98	107,380	4,53	505,48			107.476.397	107.444.066	-32.331
4.2.98	107,409	4,53	673,97			106.989.247	107.489.921	500.674
5.2.98	106,905	4,52	842,47			106.946.096	107.002.680	56.584
6.2.98	106,845	4,53	1.010,96					
7.2.98								
8.2.98								
9.2.98	106,377	4,54	1.516,44			106.528.644	106.986.468	457.824
10.2.98	106,225	4,74	1.684,93			106.393.493	106.542.078	148.585
11.2.98	105,609	4,78	1.853,42			105.794.342	106.407.501	613.159
12.2.98	105,134	4,79	2.021,92			105.336.192	105.808.389	472.197
13.2.98	105,106	4,78	2.190,41			105.325.041	105.350.208	25.167
14.2.98								
15.2.98								
16.2.98	104,894	4,78	2.695,89			105.163.589	105.366.995	203.406
17.2.98	105,023	4,78	2.864,38			105.309.438	105.177.552	-131.886
18.2.98	105,148	4,78	3.032,88			105.451.288	105.323.421	-127.867
19.2.98	105,220	4,70	3.201,37			105.540.137	105.465.290	-74.847
20.2.98	104,243	4,69	3.369,86	104.579.986			105.553.916	973.930
Suma de los flujos de caja								2.820.229

Fuente: Elaboración propia.

operaciones simultáneas a un día para un determinado período y el importe del cupón corrido (en pesetas por millón nominal) (4). El cuadro ilustra el caso de un inversor que compra a vencimiento cien millones nominales de deuda a medio y largo plazo en el día 2 de febrero de 1998 y los vende, ese mismo día, mediante una operación simultánea al plazo del siguiente día hábil; en días siguientes, el inversor va realizando sucesivas ventas temporales hasta el día 20, fecha en que efectúa la venta a vencimiento de los valores. En el cuadro se observan los cobros y los pagos derivados de esta actividad, y cómo, al final del período, el inversor ha obtenido 2.931.790 PTA de beneficio (5). Estas ganancias pueden descomponerse en ingresos de 2.876.000 PTA por variación de precio de los valores y de 303.287 PTA por el rendimiento de los títulos, y en un coste de financiación de 247.497 PTA.

De forma análoga, el inversor que esperara una caída en los precios podría adoptar la posición contraria: vender valores a vencimiento y comprarlos en simultánea (en este caso, la operación doble no puede ser un *repo*, pues no podría realizarse la venta a vencimiento). Así, de producirse una caída en los precios de la deuda adquirida, el inversor habría obtenido, además de los ingresos procedentes de las compras temporales de los valores, el incremento de capital correspondiente, si bien habría dejado de ingresar el rendimiento propio de los títulos. En caso contrario, el inversor enjugaría parte de las pérdidas con los ingresos obtenidos gracias a sus compras temporales de valores.

En el cuadro III.3 se da un ejemplo de esta operativa, con la misma disposición de la información que en el cuadro III.2 (6). En este caso, el inversor obtendría una ganancia de 2.820.229 PTA; dicha ganancia es el resultado de la variación de precios (2.876.000 PTA), de los ingresos financieros de las operaciones simultáneas (247.516 PTA) y del lucro cesante por los rendimientos de los títulos (-303.287 PTA).

III.2.3. Contabilización

En este apartado, y a modo de ilustración, se comenta brevemente, y por ello con cierto grado de simplificación, la contabilización en los balan-

(4) Los datos son los efectivamente observados para la obligación segregable 6,15 % a quince años.

(5) Por sencillez, no se lleva a cabo ninguna actualización financiera de los distintos flujos de caja.

(6) En este cuadro, los precios de contado y los tipos de las operaciones simultáneas son ficticios; en realidad, se trata de los datos del cuadro III.2 con el orden cronológico invertido.

ces de las entidades de crédito (7) de las operaciones realizadas en el mercado de deuda.

Las carteras de valores de las entidades se distribuyen, a efectos de valoración, en cuatro categorías: de negociación, de inversión ordinaria, de inversión a vencimiento y de participaciones permanentes. Esta clasificación es independiente de la necesaria distribución por naturaleza y sujetos, en el caso de saldos personales, de las partidas del balance (8); por ello, en cada rúbrica correspondiente a las carteras de valores convienen componentes valorados de distinta forma.

La cartera de negociación incluye los valores de renta fija o variable que las entidades mantienen en el activo con la finalidad de beneficiarse a corto plazo de las variaciones de sus precios. En la cartera de inversión a vencimiento se integran aquellos valores que las entidades hayan decidido mantener hasta su vencimiento, siempre y cuando acrediten capacidad financiera suficiente para ello. En la cartera de participaciones permanentes se encontrarán aquellos valores, fundamentalmente de renta variable, dedicados a servir de manera duradera a las actividades de la entidad o del grupo al que pertenezca. Finalmente, en la cartera de inversión ordinaria se incluirán los valores no integrados en ninguna de las tres categorías anteriores.

Para los valores negociables emitidos por el Estado, las entidades han de seguir el principio general de contabilización a precio de adquisición, descontando en el caso de los bonos y obligaciones el importe del cupón corrido, que se integrará en cuenta aparte (9).

No obstante, si los valores forman parte de la cartera de negociación de la entidad, la valoración deberá hacerse de acuerdo con el precio de mercado del día de balance o, en su defecto, del último día hábil de mercado anterior a dicha fecha. Además, a los valores de renta fija que coti-

(7) Las normas de contabilidad a las que se hallan sujetas las entidades de crédito están recogidas en la Circular 4/1991, de 14 de junio, del Banco de España.

(8) En el balance de las entidades de crédito, las partidas están clasificadas por la naturaleza del instrumento (créditos, cartera de renta fija, depósitos, etc.) y por el tipo de sujeto frente al cual la entidad mantiene un activo o un pasivo (otras entidades de crédito, administraciones públicas, otros sectores residentes, etc.).

(9) Hasta la publicación de la Circular 5/1997, de 24 de julio, del Banco de España, que modifica la Circular 4/1991, sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros, los activos adquiridos a descuento con un plazo de emisión de hasta doce meses se registraban por su valor de reembolso, y la diferencia entre dicho valor y el precio de adquisición se anotaba en una cuenta compensatoria. Este era el caso de las letras del Tesoro a seis y a doce meses.

Esta reciente modificación se ha llevado a cabo debido a la aparición de las letras del Tesoro a dieciocho meses y de la regulación sobre bonos segregables. Ambos hechos hacían que la regulación contable relativa a las operaciones con valores negociables —y, en especial, con valores emitidos por el Estado— hubiera quedado un tanto desfasada, por lo que ha sido necesaria su modificación.

cen ex-cupón, caso de la deuda pública a medio y largo plazo, habrá que añadir el cupón corrido.

La Circular contable explicita que las operaciones sobre activos registrados en la Central de Anotaciones del Banco de España se abonarán o adeudarán en las cuentas de su naturaleza en la fecha en que se efectúen los trasposos en las correspondientes cuentas del Banco de España. Hasta el momento de la liquidación, la operación correspondiente se anota en cuentas de orden; a tal efecto, se distingue entre compras o ventas al contado pendientes de ejecución, compras a plazo y ventas a plazo.

En el caso de que se admitiesen provisiones o se efectuasen anticipos en operaciones con la clientela en fechas distintas de la de liquidación, aquellos importes se recogerán como sigue: en caso de provisiones recibidas, se integrarán contablemente entre las cuentas corrientes, en tanto que los anticipos satisfechos se contabilizarán como operaciones financieras pendientes de liquidar entre los créditos correspondientes al sector que corresponda.

Trimestralmente, las entidades de crédito tienen que realizar el proceso contable de saneamiento de los valores que mantiene en cartera. Este proceso no es único, sino que cambia en función de la naturaleza de la cartera.

No existe necesidad de llevar a cabo este proceso en el caso de la cartera de inversión a vencimiento. En caso de venta de valores integrados en esta cartera, caso que habría que justificar adecuadamente ante el Banco de España, las pérdidas o ganancias serán imputadas a resultados extraordinarios y, en el caso concreto de beneficios, habrán de ser periodificados a lo largo de la vida residual de los valores vendidos.

En el caso de la cartera de inversión ordinaria, el tratamiento de las minusvalías y de las plusvalías latentes no es idéntico. Cuando se trata de minusvalías latentes, estas no se llevan directamente a resultados, sino que se integran en cuentas globales de periodificación de la cartera (que disminuyen el importe de los recursos propios de la entidad), con abono a una cuenta de fluctuación de valores; además, las minusvalías latentes pueden ser compensadas por plusvalías no realizadas hasta el importe global de las primeras.

Dado que los cálculos de minusvalías y plusvalías latentes se realizan a partir de los precios de la fecha de saneamiento y de los precios de adquisición de los valores (10), las plusvalías latentes de un período sí que enjugarían minusvalías latentes de trimestres anteriores.

(10) La Circular contable habla de los precios corregidos, en los que el factor tiempo es tenido en cuenta a fin de no identificar como plusvalía latente aquello que no es más que el simple devengo de intereses.

Cuando se venden valores incluidos en la cartera de inversión ordinaria incurriendo en pérdidas, estas se imputan a resultados; cuando se realizan beneficios, estos se dedican a reducir el fondo de fluctuación de valores, y solo cuando este desaparece puede el resto integrarse en los resultados de la entidad.

En el caso de la cartera de negociación, este proceso es más frecuente y sencillo: las minusvalías y plusvalías no realizadas se llevan a resultados mensualmente, mientras que, si se realizan, su imputación es inmediata.

Para analizar el proceso contable de las operaciones dobles resulta necesario adoptar el punto de vista del Banco de España respecto a dichas operaciones: según la Circular contable, el sentido económico de estas operaciones es idéntico al del depósito, si la entidad cede los valores; o al del préstamo, si la entidad adquiere los valores.

Por ello, la norma señala que los activos instrumentados en valores negociables comprados o vendidos con pacto de retrocesión no opcional se reflejarán, respectivamente, en cuentas separadas del activo o pasivo; los vendidos no se darán contablemente de baja de la cartera, sin perjuicio de la transmisión de su titularidad.

En ambos casos se contabilizará la operación por el precio efectivo de la compraventa inicial, siendo la diferencia entre esta y la compraventa final un coste (en caso de cesión temporal) o un producto financiero (en caso de adquisición temporal) para la entidad.

En aquellas operaciones en que el precio efectivo de la compraventa inicial es superior al precio, la diferencia entre ambos se contabilizará por separado como una imposición a plazo del adquirente (cuando la entidad cede el activo), o bien como un préstamo personal al cedente (cuando la entidad adquiere el activo).

III.2.4. Cartera registrada y cartera a vencimiento

El sistema registral de la Central de Anotaciones se basa en criterios diferentes de los establecidos para la contabilidad de las entidades de crédito. En efecto, la Central de Anotaciones opera con dos conceptos de saldos de valores: la cartera registrada y la cartera a vencimiento.

La cartera registrada a nombre de una persona, física o jurídica, es el conjunto de valores que son de su propiedad, independientemente de la operación mediante la cual hayan sido adquiridos. Por consiguiente, tanto las compras en operaciones simples como en operaciones dobles pro-

ducen aumentos en la cartera registrada, mientras que en el caso de las ventas se generarían disminuciones en dicha cartera.

Por su parte, la cartera a vencimiento se define como la cartera registrada más los valores cedidos temporalmente menos los valores adquiridos temporalmente. Intuitivamente, se trata de los valores que el propietario mantendría en cartera una vez realizada la segunda compraventa de las operaciones dobles en las que participa. Esta cartera representa una medida del riesgo de tipo de interés asumido por el propietario en cuestión.

No es difícil comprobar que la cartera registrada sufre variaciones por cualquier tipo de compraventa realizada, mientras que la cartera a vencimiento solo se modifica cuando el agente realiza operaciones simples de compraventa.

A fin de facilitar la interpretación económica de ambas carteras, se comentan varios ejemplos de estructuras de carteras y lo que significan respecto a la toma de riesgos en el mercado (véase cuadro III.4, en el que se supone que todas las operaciones se hacen por nominales de cien unidades monetarias).

En primer lugar, piénsese en un agente —agente A en el citado cuadro— cuyos saldos de valores han sido adquiridos en su totalidad en operaciones dobles; en este caso, su cartera registrada sería igual al montante de dichas compras, mientras que su cartera a vencimiento sería nula. Este agente no está tomando ningún riesgo de tipo de interés: suban o bajen los precios de los activos que se encuentran en su propiedad, él se limita, al vencimiento de las operaciones dobles contratadas, a recuperar el dinero invertido más la rentabilidad implicada en el precio de recompra establecido al inicio de la operación.

En segundo lugar, tomemos el caso opuesto: un agente (agente B) cuyos saldos de valores han sido adquiridos íntegramente en operaciones simples, ya sea al contado o a plazo; en este caso, su cartera registrada y su cartera a vencimiento serán iguales e idénticas al montante de adquisiciones. Este agente está asumiendo el riesgo de tipo de interés.

En tercer lugar, veamos el caso de un agente que compra valores en operaciones simples y los vende en operaciones dobles (caso del agente C del cuadro III.4); su cartera registrada es nula (no tiene la propiedad de saldo alguno), mientras que su cartera a vencimiento es positiva e igual a los valores comprados en operaciones simples. Este agente, que está financiando sus compras a vencimiento mediante ventas temporales y, por tanto, en el transcurso de esta situación solo hace frente al

VARIACIONES EN LAS CARTERAS REGISTRADA Y A VENCIMIENTO

<i>Agente</i>	<i>Operaciones</i>	<i>Cartera registrada</i>	<i>Cartera a vencimiento</i>
A	Compra temporal.	100	0
B	Compra simple al contado.	100	100
C	Compra simple y venta temporal.	0	100
D	Compra temporal y venta simple (a)	0	-100

Fuente: Elaboración propia.

(a) La compra temporal ha de ser, necesariamente, una operación simultánea.

coste de la financiación, está esperando subidas en el precio de los valores, a fin de, en un momento dado, no renovar las operaciones temporales de venta y realizar la venta en firme, obteniendo unas ganancias de capital que superen el coste de la financiación.

Finalmente, si un agente (agente D) compra valores en operaciones dobles —en simultáneas, necesariamente, en este caso— y los vende a vencimiento, su cartera registrada sería nula (tampoco tiene la propiedad de saldo alguno) y su cartera a vencimiento sería negativa por el montante de la venta a vencimiento realizada. Este agente, que en el transcurso de la operación está obteniendo una rentabilidad por las operaciones temporales, está esperando caídas en el precio de los activos que le permitan, en un momento dado, llevar a cabo la compra en firme del valor y así poner fin a las operaciones temporales.

III.3. Miembros del mercado

Los miembros del mercado de deuda pública anotada son los titulares de cuenta y las entidades gestoras. A su descripción se dedican los dos siguientes apartados, mientras que el tercero queda reservado al comentario sobre cómo se verá modificada esta organización con la próxima reforma derivada de la entrada en vigor de la Directiva de Servicios de Inversión.

Antes de entrar en materia, y con el objetivo de facilitar la comprensión de la clasificación de los miembros, es necesario señalar que una misma entidad puede ostentar, simultáneamente, las condiciones de titular de cuenta y de entidad gestora. De hecho, al cierre de 1997 concurrían ambas condiciones en casi el 40 % de los miembros del mercado y, desde luego, su importancia en la actividad global del mercado es muy superior al citado porcentaje.

**DISTRIBUCIÓN DE TITULARES DE CUENTA POR GRUPOS DE ACTIVIDADES
(Situación al 31.12.1997)**

Tipo de entidad	Titulares de cuenta en la Central de Anotaciones									
	Total	Titulares simples			Entidades gestoras de capacidad plena			Entidades gestoras de capacidad restringida		
		De los cuales		De los cuales	De los cuales		De los cuales	Titulares	No Titulares	Negociantes
		Total	Negociantes de deuda		Total	Negociantes de deuda				
Bancos privados.	128	76	—	—	52	22	10	—	—	—
Cajas de ahorros.	50	23	—	—	27	4	2	—	—	—
Cooperativas de crédito.	36	31	—	—	5	—	—	—	—	—
Otras entidades.	29	28	—	—	1	—	—	—	—	—
Sociedades de valores	25	4	—	—	12	3	—	9	—	—
Agencias de valores	—	—	—	—	—	—	—	—	—	9
Total	268	162	—	—	97	29	12	9	—	9

Fuente: Banco de España.

Asimismo, de la observación del cuadro III.5 se obtiene la conclusión de que se trata de un mercado muy bancarizado, puesto que los agentes clásicos de los mercados de valores, sociedades de valores y agencias de valores, no llegan al 15 % del total de miembros del mercado. Y, si de nuevo tuviéramos en cuenta su importancia en la actividad en el mercado, su presencia sería mucho más reducida.

III.3.1. Titulares de cuenta a nombre propio

Se trata de aquellas entidades autorizadas, en función de su solvencia y capacidad operativa, a adquirir y mantener deuda pública anotada en cuentas individualizadas a nombre propio, abiertas en la Central de Anotaciones.

Asimismo, pueden realizar las operaciones con deuda pública autorizadas en el reglamento del mercado y canalizarlas, mediante la comunicación correspondiente al STMD, hacia la Central de Anotaciones.

Los requisitos exigidos, que incluyen un capital mínimo de 200 millones de pesetas, tratan de conseguir unos elevados niveles de seguridad en los sistemas de compensación y liquidación de valores (en la Central de Anotaciones) y de efectivo (en el Banco de España).

Como se aprecia en el cuadro III.5, en total existían, al cierre del pasado año, 268 titulares de cuenta a nombre propio, de los que 162 no tenían la condición de entidad gestora (en el cuadro aparecen denominados como titulares simples, aunque esta no es una categoría establecida formalmente).

Conviene tener presente que en muchas ocasiones nos referiremos a ellos como titulares de cuenta o, simplemente, titulares. Se trata de una convención extendida en el mercado de deuda pública, pero, en sentido estricto, las entidades gestoras que mantienen saldos de sus clientes también tienen cuenta en la central de anotaciones. El rasgo distintivo de los titulares de cuenta es que en dicha cuenta se registran los valores que son de su propiedad.

III.3.2. Entidades gestoras

Las entidades gestoras son los miembros del mercado mediante los cuales las personas físicas y jurídicas no autorizadas a registrar sus tenencias de valores directamente en la Central de Anotaciones pueden adquirir y mantener deuda pública anotada. Para este fin, las entidades gestoras mantienen en la Central una «cuenta global», que debe constituir, en todo momento, la contrapartida exacta de las cuentas mantenidas por dichas entidades a nombre de sus clientes. En caso de que ostenten la condición adicional de titular de cuenta, dispondrán, además, de otra cuenta a nombre propio abierta en la Central, totalmente separada de la primera.

Al conjunto de personas físicas y jurídicas que mantienen sus saldos registrados en las cuentas de entidades gestoras se les denomina, de forma genérica, terceros. La actividad intermediadora realizada por estas entidades en relación con sus clientes puede adoptar distintas formas:

- En nombre propio, cuando la entidad ofrece contrapartida directamente al tercero.
- Como comisionista, cuando la entidad, a cambio de una comisión, busca contrapartida al tercero entre el resto de participantes en el mercado.
- Tomando razón por orden conjunta de las partes, cuando la entidad se limita a registrar una transacción, que ha tenido lugar directamente entre dos terceros.

Dependiendo de los márgenes de actuación en que se muevan, las entidades gestoras se encuadran en una de las dos siguientes categorías:

- Entidades gestoras con capacidad plena, que ostentan la condición de titular de la Central de Anotaciones y pueden realizar todo tipo de operaciones con sus clientes, ya sea en nombre propio, ya sea en nombre de terceros. Estas entidades han de contar con un capital mínimo de 750 millones de pesetas y se les exige el mantenimiento de un saldo nominal de valores de terceros de, al menos, 20.000 millones de pesetas.
- Entidades gestoras con capacidad restringida, que solo pueden realizar operaciones actuando como meros comisionistas en nombre de terceros. Estas entidades necesitan un capital mínimo de 150 millones de pesetas y han de mantener una cuenta de terceros con un mínimo de 1.000 millones de pesetas, en términos nominales. Únicamente en el caso de que ostenten la condición de titular de cuenta en la Central de Anotaciones, podrán, además, ofrecer contrapartida en nombre propio en operaciones de compraventa simple al contado (en este caso, el requisito de capital mínimo es de 750 millones de pesetas).

Como se observa en el cuadro III.5, a finales del pasado año operaban en el mercado español de deuda pública 115 entidades gestoras, de las cuales 97 tenían capacidad plena y 18 capacidad restringida.

III.3.3. Cambios futuros en la tipología de miembros del mercado

La transposición de la Directiva de Servicios de Inversión a la legislación española se realizará mediante la reforma de la Ley del Mercado de Valores, reforma que en la actualidad se encuentra en su trámite parlamentario. La Directiva de Servicios de Inversión supone, a grandes rasgos, el reconocimiento mutuo de la condición de empresa de inversión (11) y de sus sistemas de supervisión prudencial, así como la promoción de condiciones homogéneas para el ejercicio de la actividad de dichas empresas.

En términos de la directiva mencionada, una empresa de inversión es aquella persona jurídica (12) cuya profesión o actividad habitual consiste

(11) Conocido comúnmente como «pasaporte comunitario».

(12) Cumpliendo ciertas condiciones, las personas físicas también podrían acceder, si así lo decidiera algún Estado miembro de la Unión Europea, a la condición de empresa de inversión.

en prestar cualquier servicio de inversión de carácter profesional a terceros. Finalmente, se reconoce también la capacidad de las entidades de crédito para prestar servicios de inversión.

La directiva comunitaria no implica necesariamente el cambio que, aprovechando la modificación que se va a llevar a cabo en la regulación de los mercados españoles de valores, se está planteando en la estructura de miembros del mercado español de deuda pública. El nuevo esquema, si bien parece muy similar al existente en la actualidad, incorpora variaciones sustanciales, pues trata de desligar el ámbito de la negociación del ámbito de la liquidación, áreas que en el mercado de deuda pública están hoy por hoy estrechamente unidas y cuya separación parece muy conveniente, por las distintas problemáticas que conlleva cada una.

En lo que al ámbito de negociación se refiere, tras la reforma del mercado no habrá distinciones institucionales entre miembros del mercado, ya que la capacidad de operar en él de las entidades vendrá dada por la autorización de cada una de ellas. Esto significa que el límite de actuación de una empresa de inversión o de una entidad de crédito en el mercado de deuda pública no vendrá determinado por alguna calificación que le otorgue el propio mercado, sino por los estatutos de la propia entidad, en los que constarán las actividades profesionales que pueden realizar (13). De este modo, desaparecerá una tipología de miembros no carente de cierta complejidad, que, por otro lado, venía explicada por el hecho de que la regulación básica del mercado de deuda fue anterior a la de las sociedades y agencias de valores.

No obstante, las denominaciones de titular de cuenta en la Central de Anotaciones y entidad gestora se mantienen, pero cobran contenido, única y exclusivamente, en el ámbito de la liquidación. Serán titulares de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones aquellos miembros del mercado que lo soliciten y cumplan los requisitos establecidos, que tratan de garantizar la seguridad del sistema. Además de los anteriores, también podrán ser titulares los bancos internacionales de desarrollo y los bancos centrales de países pertenecientes al Fondo Monetario Internacional.

Análogamente, podrán ser entidades gestoras, cuya misión es el registro de operaciones y la llevanza de cuentas, aquellos miembros que lo soliciten y cumplan los requisitos establecidos, que, al igual que en el caso anterior, tratan de defender la seguridad del sistema.

(13) En la autorización que otorgan las autoridades competentes del Estado miembro de origen de la empresa de inversión (o entidad de crédito), necesariamente han de estar especificados los servicios de inversión para los que es válida la autorización.

En el futuro, por tanto, podrá haber miembros del mercado con la condición de titular, miembros del mercado con la condición de entidad gestora, miembros del mercado con ambas condiciones y miembros del mercado sin ninguna de las dos condiciones.

III.4. Otros participantes en el mercado

Además de los miembros del mercado, existen otros participantes, a cuya descripción se dedica esta sección del capítulo. En concreto, las dos secciones siguientes se dedican, por este orden, a los mediadores y a los terceros.

Evidentemente, existen otros participantes cuya importancia es fundamental: los emisores. Sin embargo, los comentarios relevantes en ese campo ya fueron realizados en el capítulo anterior.

III.4.1. Mediadores

Se denominan «mediadores» en el mercado de deuda aquellas entidades, con forma jurídica necesariamente de agencia de valores, que participen en el mercado llevando a cabo una función de transmisión de información y de puesta en contacto de las partes contratantes, sin asumir en ningún momento posición alguna en el mercado; estas entidades operan en el mercado de deuda siempre en nombre y por cuenta de otras. Además, a los mediadores se les exige que en su declaración de actividades se contemple de forma exclusiva la prestación de los citados servicios de mediación; se trata, pues, de agencias de valores con severas restricciones sobre sus actividades.

Aunque su número en el mercado español de deuda pública anotada pueda parecer muy reducido en términos absolutos —ya que solo existen siete—, la realidad es, más bien, la contraria, pues en esta actividad no hay espacio para un número amplio de empresas. De estos mediadores, cuatro de ellos, además de desarrollar las labores típicas de mediación, mantienen sendas redes de negociación ciega, las cuales son el soporte operativo del núcleo del mercado entre titulares.

Hasta muy recientemente, estos participantes podían prestar sus servicios de mediación únicamente a miembros del mercado. Esta restricción, que también se recogía en su declaración de actividades, se ha eliminado, a fin de que puedan trabajar con todo tipo de inversores. De esta forma, sin alterar ni su naturaleza jurídica ni sus formas de operar, los

mediadores tendrían la condición de empresa de inversión, de acuerdo con la Directiva de Servicios de Inversión, y, por tanto, gozarían de pasaporte comunitario. Con esta sencilla modificación, los mediadores españoles estarán en mejores condiciones para hacer frente a la creciente competencia exterior.

III.4.2. Terceros

Se utiliza la denominación genérica de «terceros» en el mercado de deuda para hacer referencia a aquellas personas físicas o jurídicas que no tienen la condición de titular de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones, por lo que, para adquirir y mantener deuda pública anotada, deben utilizar los servicios de las entidades gestoras.

Esta categoría de participantes en el mercado es, sin duda alguna, la más heterogénea, puesto que agrupa desde el pequeño ahorrador individual hasta grandes inversores institucionales nacionales y extranjeros. En concreto, podría citarse como integrantes de este grupo a las instituciones de inversión colectiva, los fondos de pensiones, las empresas de seguros y las mutualidades de previsión social, las entidades financieras no bancarias (entidades de financiación, de crédito hipotecario, etc.), el resto de empresas residentes, las personas físicas y los inversores no residentes (14).

Por ello, a la hora de considerar la actividad de este sector será necesario tener en cuenta que en él podrían distinguirse, a su vez, un grupo típicamente minorista y otro sector en el que su actividad tiene dimensiones mayoristas y claramente profesionales.

Asimismo, siempre hay que tener presente el hecho de que todos los inversores no residentes se hallan incluidos en esta categoría de terceros: gran parte de los movimientos observados en el grupo de terceros se explicaba, al menos hasta fechas recientes, por la actuación de los inversores no residentes.

III.5. Áreas del mercado

La negociación en el mercado español de deuda pública anotada tiene dos ámbitos netamente diferenciados: la negociación entre titulares y

(14) No obstante, existen algunos fondos de inversión y empresas de seguros que no operan como terceros en el mercado de deuda, sino como titulares de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones.

la negociación con terceros. A la descripción de dichos ámbitos se dedican los siguientes apartados.

III.5.1. Mercado entre titulares

Este ámbito, como su propio nombre indica, es en el que se integran las operaciones cruzadas entre entidades que ostentan la condición de titular de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones. Dentro de él se diferencian, a su vez, dos áreas que, si bien no tienen una denominación oficial, se conocen como mercado ciego, o primer escalón, y segundo escalón.

El mercado ciego es el núcleo del mercado, y se caracteriza porque las entidades operantes en él no conocen con quién están cruzando la operación. Esto se consigue mediante el establecimiento de redes de difusión de la información, a través de las que se facilitan las mejores posiciones compradoras y vendedoras para cada activo, cuya cotización es firme, pero no qué entidad es la que la ha introducido en el sistema.

Así, cuando una entidad quiere contratar a las condiciones ofertadas en una de las redes ciegas lo hace mediante comunicación telefónica al *broker* que gestiona la red en cuestión (15). En ningún caso, las entidades que cruzan la operación conocerán la identidad de su contrapartida. El precio contratado, por tanto, tiene la singularidad de que no está afectado por las características de la contrapartida, o, de otra forma, no está individualizado el riesgo de contrapartida concreta.

Una vez cruzada la operación, el *broker* lo comunica a las entidades y tanto él como estas realizan la oportuna comunicación a la Central de Anotaciones. En la actualidad, existen cuatro redes ciegas de contratación, y a los *brokers* que las gestionan se les conoce en el mercado como *brokers* ciegos.

A las entidades autorizadas a participar en este núcleo de contratación, que a 31 de diciembre de 1997 eran 29, se las denomina negociantes de deuda. Para mantener dicha condición cada entidad está obligada a realizar, al menos, el 2 % de la contratación que se produce en este ámbito, y han de canalizar un porcentaje mínimo de la operatoria anual con

(15) Existen dos redes con capacidad para operar electrónicamente (cerrando operaciones mediante tecleo en el terminal que utiliza el operador), pero solo una de ellas tiene activa dicha posibilidad. Además, su uso es muy escaso, dado que la probabilidad de error por parte del operador al cerrar operaciones a través del teclado es notablemente superior a la que conlleva la actividad mediante comunicación telefónica.

otros negociantes a través de las redes de contratación ciega, de acuerdo con lo siguiente:

- Aquellas entidades que negocien el 15 % o más del total contratado en la red ciega deberán introducir en ella, al menos, el 35 % del volumen total cruzado con negociantes de deuda en los dos escalones del mercado entre titulares.
- Para aquellas entidades que negocien entre el 12 % y el 14,99 % del total contratado en la red ciega, este porcentaje mínimo se eleva al 40 %.
- Aquellas entidades que negocien entre el 9 % y el 11,99 % del total contratado en dicha red deberán canalizar hacia dicha red, al menos, el 45 % del mencionado volumen total.
- Finalmente, para aquellas que negocien menos del 9 % del total cruzado en la red, el porcentaje mínimo se sitúa en el 50 %.

Para el seguimiento de estas condiciones de permanencia en la red de contratación ciega, solo se tendrán en cuenta las operaciones simples (al contado y a plazo) con bonos y obligaciones del Estado. Se excluyen expresamente las operaciones simultáneas encubiertas (16) y las operaciones de segunda pantalla (*switch*) (17).

Dentro de este grupo de negociantes, se delimita un subgrupo aún más reducido de participantes: los creadores de mercado. Estas entidades (12 al cierre de 1997) son aquellas que tienen una evaluación más alta basada en su actividad en el mercado primario de deuda pública, en el segundo escalón y en el mercado ciego. Cada año se revisa la lista de creadores, por si entre los negociantes de deuda que no son creadores (también denominados aspirantes a creadores) hubiera entidades con una evaluación superior a algunos de los creadores, en cuyo caso podrían pasar a sustituirlos.

La sustitución no es automática, puesto que el número de creadores, aunque ha sido muy estable en los años de existencia del sistema, no es necesariamente constante.

La evaluación mencionada atiende a la distinción entre tres áreas de actividad: mercado primario, segundo escalón y red ciega; sus respecti-

(16) Operaciones simultáneas encubiertas son las que se forman mediante la realización, en el mercado ciego, de dos compraventas por el mismo nominal, con el mismo activo y de sentido contrario, entre la mismas entidades.

(17) Operaciones de segunda pantalla, también conocidas como operaciones de *switch*, son las que consisten en un canje entre entidades de valores de distintas referencias.

vas ponderaciones en la evaluación global son 35 %, 15 % y 50 %. Los párrafos siguientes se dedican a detallar estos criterios.

En relación con el criterio de mercado primario, la fecha de cómputo que se considera es la de liquidación de la subasta, y no la fecha de celebración de la subasta correspondiente. Los activos que se tienen en cuenta para la confección de este índice son las letras del Tesoro y los bonos y obligaciones del Estado, si bien, en la práctica, los nominales suscritos tienen distinta ponderación en función de la vida residual de cada activo (18). En la tabla siguiente se facilitan los distintos pesos:

<i>Vida residual</i>	<i>Ponderación</i>
Hasta 9 meses	0
Entre 9 meses y 2 años	1
Entre 2 y 4 años	2
Entre 4 y 6 años	3
Entre 6 y 8 años	4
Más de 8 años	5

Para cada entidad se obtendrá la suma de nominales suscritos, ponderados en función de la vida residual de los activos, y dicho importe se dividirá por el total de nominales suscritos (incluyendo entidades que no participan en la red de contratación ciega) y ponderados de la misma forma. De esta forma, se obtiene para cada negociante de deuda un porcentaje de participación ponderada en la suscripción de deuda pública.

En relación con el criterio de actividad en el segundo escalón del mercado secundario, los activos incluidos en el cómputo y el sistema de ponderaciones son idénticos a los del criterio anterior. En este caso, solo se consideran las compraventas simples, bien al contado, bien a plazo, que no están marcadas y no tienen al Banco de España como contrapartida (19), tomándose como fecha de cómputo la de contratación.

Nuevamente, para cada entidad se obtendrá la suma ponderada de nominales negociados en el segundo escalón, y dicho importe se dividirá por el total de nominales negociados (incluyendo entidades que no par-

(18) Esta vida residual se expresa en años y se calcula como el número de días que hay entre la fecha de puesta en circulación de los valores y la fecha de amortización, dividido por 365.

(19) Operaciones marcadas son aquellas que las entidades comunican como tales, por tratarse de transacciones generalmente cruzadas a precios lejanos a los de mercado y que responden a operativas especiales. Por su parte, las operaciones cruzadas con el Banco de España en el segundo escalón responden a razones de instrumentación monetaria, por lo que no tendría sentido incluirlas en este índice.

participan en la red de contratación ciega), negociados en el mismo ámbito e idénticamente ponderados. De esta forma, se obtiene un segundo índice, relativo, en este caso, a la actuación de cada negociante de deuda en el segundo escalón.

Por último, en el tercer criterio, relativo a la actividad en la red ciega, solo se tienen en cuenta las operaciones simples (al contado y a plazo) realizadas a través de dicha red, con bonos y obligaciones del Estado, y tomándose como fecha de cómputo la de contratación. Se excluyen expresamente las simultáneas encubiertas comunicadas y las operaciones realizadas a través de la segunda pantalla.

Además de la ponderación en función de la vida residual, existe otra variable, el tipo de actuación de la entidad contratante en la operación, que se tiene en cuenta: el nominal negociado se pondera por el 70 % para la entidad que introdujo la posición en el sistema ciego y por el 30 % para la entidad que lleva a cabo la agresión sobre dicha posición, es decir, que cierra el contrato.

Para cada entidad, se obtiene la suma del nominal negociado, ponderado de acuerdo con los criterios explicados, y se divide por el nominal total negociado, ponderado por la vida residual (20), por el conjunto de entidades participantes en la red de contratación ciega.

A partir de los tres índices se obtiene mensualmente un indicador global de la actividad desarrollada por cada negociante de deuda, utilizando las ponderaciones ya citadas del 35 %, el 15 % y el 50 %, respectivamente. Para el cálculo de la evaluación anual se eliminan, para cada entidad, los dos meses con mayor evaluación y los dos meses con calificación inferior, obteniéndose posteriormente una media aritmética de las calificaciones de los ocho meses restantes.

Este sistema fue modificado a finales de 1995 y entró en vigor en 1996, año en el que ya fue utilizado para realizar la evaluación correspondiente. Las modificaciones básicas introducidas sobre el esquema anterior fueron la introducción de ponderaciones, en función de la vida residual del activo negociado, y la eliminación de los meses con las dos calificaciones más altas y con las dos más bajas. Estos cambios tuvieron su razón de ser en las actuaciones de algunas entidades en el segmento ciego del mercado, que trataban de mejorar su calificación normal mediante la realización masiva de operaciones en las que no asumían mayores riesgos, pues operaban en plazos muy cortos y terminaban intercambiando los mismos valores, una y otra vez.

(20) El segundo criterio (agresión realizada o recibida) tendría un peso del 100 % en esta ponderación, por lo que no se cita.

Con este sistema se consigue que los creadores de mercado sean, efectivamente, los negociantes de deuda más activos y, gracias a la objetividad del proceso, es posible asignar a la condición de creador de mercado ciertas ventajas frente a otros competidores. Entre ellas, destacan los hechos de que solamente ellos pueden acudir a las segundas vueltas de las subastas de deuda pública, de que reciben información periódica y de primera mano acerca de la política de financiación del Estado y, en lo que se refiere al Banco de España, de que son las entidades con las que el banco central realiza sus operaciones diarias de intervención monetaria.

La segunda área de negociación entre titulares es la que se ha dado en llamar segundo escalón. Con esta denominación se hace referencia a todas las operaciones cruzadas, fuera de las redes ciegas de contratación, entre titulares de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones. En estas operaciones, las entidades conocen con quién están negociando y, en función de eso, los precios concertados variarán: mientras que los negociantes de deuda son entidades de primera línea, dentro del conjunto de titulares, hay diferentes niveles de solvencia, por lo que el conocimiento de la contrapartida es fundamental.

La negociación entre titulares viene repartiéndose en los últimos años, prácticamente, al 50 % entre el ámbito ciego (primer escalón) y el segundo escalón.

III.5.2. Mercado de gestoras con terceros

En este segundo ámbito se incluyen todas las operaciones en las que interviene, al menos, un tercero, entendiéndose por tal aquella persona física o jurídica que no es miembro del mercado. Se incluyen aquí, por consiguiente, tanto las operaciones cruzadas entre un tercero y un miembro del mercado como las contratadas directamente entre dos terceros.

En este ámbito, los volúmenes cruzados en los últimos años son superiores a los del mercado entre titulares. Dentro de él, deben distinguirse dos tipos de negociación: la típicamente minorista, en la que existe una relación de una entidad financiera con sus clientes, y una con características propias de mayoristas (grandes inversores institucionales, tanto residentes como no residentes).

Esta separación entre áreas minoristas y mayoristas en el segmento de negociación de gestoras con terceros tiene su reflejo en el distinto modo de intermediación de la entidad gestora con ellos: es en el núcleo de clientes mayoristas donde se concentran las tomas de razón por or-

den conjunta de las partes, mientras que en el tramo típicamente minorista las gestoras suelen dar contrapartida en nombre propio.

Hay que hacer notar que, a menudo, entre los inversores institucionales españoles, su pertenencia a un conglomerado financiero dominado por una entidad de crédito hace que su actuación deba encuadrarse en el tramo mayorista, si se atiende a sus volúmenes de negociación, y en el tramo minorista, si se tiene en cuenta su forma de operar. Esta adscripción de un inversor institucional a un grupo financiero supone, en algunas ocasiones, cierta falta de independencia en la gestión, lo cual puede afectar negativamente a los resultados obtenidos por dicho inversor.

Finalmente, dentro del área de gestoras con terceros es obligado mencionar que existe un tramo de negociación bursátil de deuda pública anotada. En efecto, en la Bolsa de Madrid operan una serie de sociedades y agencias de valores que también negocian con deuda pública.

Por lo que respecta a las sociedades de valores que son titulares de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones, su operativa como titular es idéntica a la de cualquier otro titular de cuenta.

Sin embargo, la negociación de gestoras con terceros en dicho ámbito es distinta a la negociación normal, puesto que solo se pueden realizar operaciones al contado, no puede liquidarse valor mismo día y las variaciones en la cuenta de terceros de la gestora no son comunicadas por esta a la Central de Anotaciones, sino al sistema bursátil, el cual comunica esa información, junto con el movimiento agregado total, a la Central de Anotaciones. Por tanto, la Central de Anotaciones recibe la información de los movimientos netos de las correspondientes cuentas de terceros, pero no conoce el conjunto de operaciones cruzadas que han dado lugar a las variaciones.

III.6. Negociación

En esta sección trataremos de describir la estructura de la negociación en el mercado de deuda pública. A fin de que el lector interesado que lo desee pueda realizar un análisis más detallado que el que aquí se realiza, en los cuadros III.6 y III.7 se facilita la información sobre volúmenes de negociación en los últimos años de letras del Tesoro y de deuda a medio y largo plazo, respectivamente.

El pasado año 1997, la negociación en el mercado de deuda pública anotada alcanzó un máximo, al situarse casi en los 2.055 billones de pesetas, lo que suponía su más alto nivel desde la creación del SACDE, en

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE LETRAS DEL TESORO (a)
(Miles de millones)

	<i>Conjunto del mercado</i>			<i>Entre titulares</i>					<i>Gestoras con terceros</i>				
	<i>Total</i>	<i>Simple</i>	<i>Dobles</i>	<i>Total</i>	<i>Simple</i>		<i>Dobles</i>		<i>Total</i>	<i>Simple</i>		<i>Dobles</i>	
					<i>Contado</i>	<i>Plazo</i>	<i>Repos</i>	<i>Simultáneas</i>		<i>Contado</i>	<i>Plazo</i>	<i>Repos</i>	<i>Simultáneas</i>
	<i>1 = 2 + 3</i>	<i>2 = 4 + 5 + 8 + 9</i>	<i>3 = 6 + 7 + 10 + 11</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>		
1989	181.563	6.759	174.804	36.936	2.825	129	33.982	—	144.627	3.805	—	140.822	—
1990	206.871	6.617	200.254	43.853	2.325	95	41.436	—	163.015	4.197	—	158.818	—
1991	233.030	14.420	218.610	55.611	4.779	64	50.768	—	177.419	9.577	—	167.842	—
1992	221.154	13.102	208.052	69.669	4.331	4	65.334	—	151.485	8.767	—	142.718	—
1993	205.406	18.364	187.042	69.853	5.115	47	64.961	—	135.283	13.194	8	118.676	3.405
1994	187.234	15.721	171.513	44.665	5.100	209	39.356	—	142.569	10.383	29	131.039	1.118
1995	184.853	21.665	163.188	43.517	8.027	298	35.011	181	141.336	13.148	192	126.244	1.752
1996	239.887	22.444	217.443	51.756	8.459	276	42.458	563	188.131	13.676	33	172.978	1.444
1997	406.874	28.749	378.125	83.657	11.474	410	71.605	168	323.217	16.728	137	304.032	2.320

Fuente: Banco de España.

(a) Nominales en operaciones simples y simultáneas, y efectivos para cesiones temporales.

EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO (a)
(Miles de millones)

	<i>Conjunto del mercado</i>			<i>Entre titulares</i>					<i>Gestoras con terceros</i>				
	<i>Total</i>	<i>Simple</i>	<i>Dobles</i>	<i>Total</i>	<i>Simple</i>		<i>Dobles</i>		<i>Total</i>	<i>Simple</i>		<i>Dobles</i>	
					<i>Contado</i>	<i>Plazo</i>	<i>Repos</i>	<i>Simultáneas</i>		<i>Contado</i>	<i>Plazo</i>	<i>Repos</i>	<i>Simultáneas</i>
	1 = 2 + 3	2 = 4 + 5 + + 8 + 9	3 = 6 + 7 + + 10 + 11	4	5	6	7	8	9	10	11		
1989	53.951	6.822	47.129	10.319	1.675	2.779	4.844	1.021	43.632	2.368	—	41.264	—
1990	89.779	11.285	78.494	18.871	1.890	5.405	8.319	3.257	70.908	3.990	—	66.918	—
1991	144.873	30.704	114.169	49.269	7.930	10.665	23.277	7.397	95.604	12.109	—	83.495	—
1992	257.294	57.960	199.334	92.454	20.746	6.170	33.800	31.738	164.840	31.044	—	133.796	—
1993	630.607	192.494	438.113	240.177	51.256	6.973	81.853	100.095	390.430	131.473	2.792	188.935	67.230
1994	916.492	213.742	702.750	334.383	76.201	6.357	70.268	181.557	582.109	124.343	6.841	310.110	140.815
1995	830.487	171.383	659.104	278.357	67.463	5.425	30.999	174.470	552.130	92.276	6.219	324.430	129.205
1996	1.223.692	226.905	996.797	394.326	92.986	4.776	37.885	258.679	829.376	123.997	5.146	506.834	193.399
1997	1.648.350	266.552	1.381.798	457.881	82.479	4.596	38.612	332.194	1.190.469	172.208	7.269	787.114	223.878

Fuente: Banco de España.

(a) Nominales en operaciones simples y simultáneas, y efectivos para cesiones temporales.

**MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA ANOTADA DEL ESTADO
1997**

Fuente: Banco de España.

1987. La distribución de esta negociación en los últimos años es bastante estable y, *grosso modo*, puede afirmarse que tres cuartas partes corresponden a contratación en el tramo de gestoras con terceros, y el resto, al mercado entre titulares.

El gráfico III.4 trata de dar una visión general de la estructura de la negociación en el mercado de deuda anotada; aunque los datos corresponden al año 1997, su aspecto apenas es diferente a los que se obtienen utilizando información relativa a años inmediatamente anteriores. En este gráfico se facilita el desglose del conjunto de la contratación en los segmentos de titulares y terceros («Nivel 1»), en operaciones simples y dobles («Nivel 2»), en los diversos tipos de operaciones («Nivel 3») y en los distintos instrumentos contratados («Nivel 4»).

Esta estructura viene siendo muy estable desde hace ya varios años y, así, sigue observándose la mayor importancia de la negociación de valores a medio y largo plazo, la preponderancia de las operaciones *repo* en la negociación de terceros y el mayor uso de la operativa en simultáneas en la negociación entre titulares.

En las cifras que se utilizan en esta sección no se incluyen las operaciones realizadas por el Banco de España, excepción hecha de las efec-

tuadas en el tramo ciego del mercado; de incluir la operativa realizada por razones de instrumentación monetaria, la caracterización del mercado de dobles entre titulares quedaría desvirtuada. Asimismo, no se incluyen las cifras de negociación en el sistema bursátil, aunque, en este caso, los volúmenes contratados son ciertamente reducidos y no modificarían en modo alguno las descripciones siguientes.

En el mercado entre titulares, las observaciones más importantes que han de hacerse son las siguientes: las operaciones a plazo tienen unos muy reducidos volúmenes de negociación; en las operaciones dobles, son las simultáneas las más importantes, y, de hecho, las realizadas con deuda a medio y largo plazo se hallan, en general, en el entorno del 60 % de la negociación entre titulares; por su parte, las operaciones simples al contado suelen situarse en el entorno del 20 % de dicho total.

En el segmento ciego del mercado entre titulares, la operativa se concentra en las compraventas simples al contado de bonos y obligaciones, configurándose cada vez con mayor claridad como un mercado en el que, básicamente, solo se negocia este tipo de operaciones. En concreto, en 1997 estas operaciones alcanzaron el 99,6 % de los volúmenes contratados en este segmento.

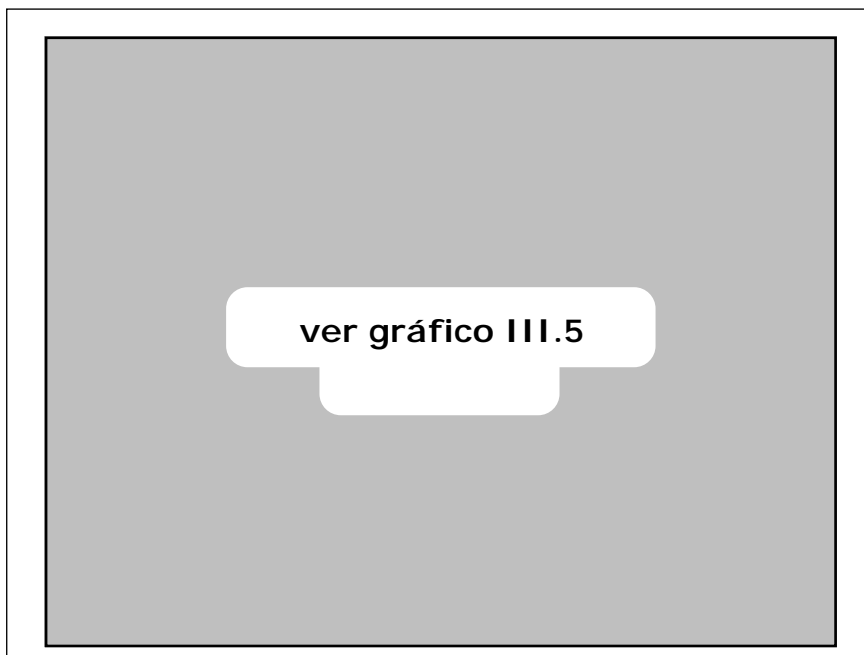
En relación con los cambios, ya mencionados, que se introdujeron para la evaluación de 1996 en la selección de los creadores de mercado, es preciso apuntar que los problemas de aumentos espurios de negociación han remitido muy significativamente (véase gráfico III.5).

La negociación al contado entre titulares, teniendo en cuenta tanto el segmento ciego como el segundo escalón, está centrada en la deuda a medio y largo plazo. En estas operaciones se da habitualmente un fenómeno de concentración de la negociación en un número reducido de referencias.

Como ilustración, en primer lugar, de esta concentración, destaca el hecho de que, en 1997, basta tener en cuenta las cuatro referencias más contratadas para acumular el 51 % del volumen y el 57 % de las operaciones (21). En el gráfico III.6 se ilustra el fenómeno de la concentración; en él se han ordenado, en el eje de abscisas, las distintas emisiones, de menor a mayor negociación (la correspondencia entre el número de orden y la referencia se facilita en la tabla situada debajo del gráfico), y se han representado en términos porcentuales tres series: la negociación acumulada, el saldo medio acumulado y el reparto igualitario (representado por la diagonal) de cualquiera de los anteriores conceptos. El ale-

(21) En el año 1996, las cuatro referencias más negociadas suponían el 54 % de los volúmenes contratados y el 57 % de las operaciones cruzadas.

MERCADO ENTRE TITULARES



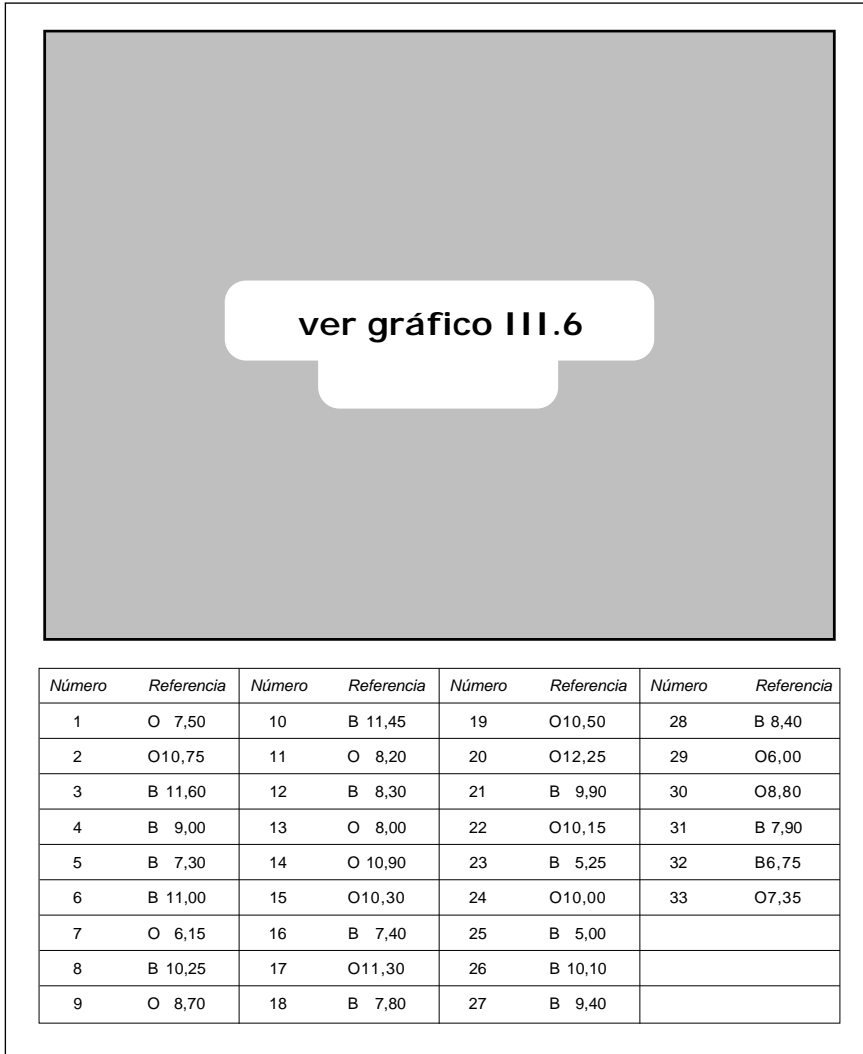
Fuente: Banco de España.

jamiento de la línea de negociación acumulada de la diagonal es una muestra muy clara de la concentración existente en el mercado de bonos y obligaciones.

Para dar una idea del nivel de concentración, en dicho gráfico se ha marcado como punto N el valor acumulado de negociación, en términos porcentuales, para las 29 referencias menos negociadas; como puede observarse, en dicho punto se alcanza el 49,2 % de los volúmenes contratados y, por tanto, las cuatro emisiones más negociadas en el mercado totalizan el 50,8 % de los volúmenes contratados. Sin embargo, la relación en términos de saldos medios es mucho más equilibrada y, así, el punto S en el gráfico señala que las 29 referencias menos contratadas acumulan un saldo medio del 84,4 % del total, frente al 15,6 % de las cuatro emisiones restantes.

El gráfico III.7 ilustra, por un lado, los altos niveles de liquidez de varias emisiones y, por otro, la relación existente para cada plazo de emisión, exceptuando el caso de los quince años, entre la vida residual y las citadas *ratios* de rotación. En este gráfico se han identificado las referencias de la misma forma que en el gráfico anterior y, salvo contadas

CONCENTRACIÓN DE LA NEGOCIACIÓN



Fuente: Banco de España.

excepciones, también puede observarse cómo los números más altos —esto es, con una negociación más elevada— tienden a situarse, para cada plazo de emisión, en la zona de mayor vida residual.

La negociación en el mercado ciego supone alrededor del 50 % de la negociación de operaciones de compraventa simple de deuda a medio y largo plazo entre titulares. A lo largo de todo el año de 1996, este por-

ROTACIÓN FRENTE A VIDA RESIDUAL



Fuente: Banco de España.

centaje fue estable, cercano al 50 %, si bien generalmente por encima de este nivel, y tuvo su punto más bajo, precisamente, en el mes de diciembre, en el que apenas sobrepasó el 41 %; en 1997, este porcentaje medio se redujo hasta el 47 % (véase, de nuevo, gráfico III.5).

Las operaciones dobles entre titulares se concentran en la operativa simultánea (vienen significando en los últimos años cerca de las tres cuartas partes de la contratación en dobles) y se realizan, en su inmensa mayoría, con deuda a medio y largo plazo, mientras que los *repos* se reparten de manera más equilibrada entre estos valores y las letras del Tesoro. Los plazos de estas operaciones son muy cortos, lo que es especialmente cierto en el caso de los *repos*. En efecto, casi el 90 % del volumen negociado en operaciones *repo* se realiza al plazo de un día, mientras que esta cifra desciende por debajo del 70 % cuando se considera el caso de

las simultáneas. La estrecha relación de estas operaciones con la gestión de liquidez de las entidades y, por tanto, con la actuación del Banco de España es la principal causa del uso masivo de los plazos más cortos.

En relación con la negociación en el segmento de terceros, el volumen negociado con letras del Tesoro se sitúa, en los últimos años, cerca del 20 % del total de dicha negociación, correspondiendo el resto a la contratación de deuda a medio y largo plazo. El segmento de operaciones *repo* con deuda a medio y largo plazo supone cerca de la mitad de la negociación de terceros (en clara diferencia con la distribución en el mercado entre titulares).

La operativa simple al contado está perdiendo peso en los últimos años, y en 1997 se situó en un mínimo de tan solo el 12,5 %, siendo las operaciones dobles, y en mayor proporción los *repos*, las que están aumentando su participación.

La actuación de las entidades gestoras en la operativa simple al contado es distinta, dependiendo del tipo de instrumento objeto de transacción. Cuando se trata de letras del Tesoro, las entidades gestoras dan contrapartida en nombre propio en la práctica totalidad de las ocasiones, mientras que, cuando se trata de deuda a medio y largo plazo, adoptan dicha posición en algo más del 50 % de los casos y se limitan a registrar por orden conjunta de las partes en prácticamente el resto. Esta diferenciación por instrumentos puede interpretarse por el mayor peso de los operadores institucionales no miembros del mercado en el área de bonos y obligaciones, pero estos detalles los analizaremos más a fondo en la siguiente sección, dedicada al análisis de la actividad por grupos de agentes.

También existen diferencias, si bien más ligeras, en el desglose por volúmenes de las operaciones. En el caso de las letras del Tesoro, los volúmenes intercambiados en operaciones superiores a los 100 millones de pesetas representan el 98 %, mientras que en el caso de los bonos y obligaciones esa cifra alcanza el 99,1 % (22).

Ambas consideraciones, pero especialmente la relativa a la forma de intermediación, apoyan la hipótesis de que la inversión minorista es más importante en el tramo de letras del Tesoro que en el de la deuda a medio y largo plazo.

En relación con las operaciones dobles en el tramo de negociación de gestoras con terceros, la operativa *repo* está ganando peso en los últimos años y ya supone el 72 % del total de negociación de terceros.

(22) Estos datos corresponden a 1997, pero son comparables a los que se observaron en ejercicios anteriores.

En las operaciones *repo*, la forma de actuar de las entidades gestoras es independiente del instrumento negociado y, en realidad, dan contrapartida en nombre propio a sus clientes en el 99 % de los volúmenes cruzados. Asimismo, en los plazos de las operaciones no existen diferencias relevantes en función del instrumento, ya que, prácticamente, las operaciones a un día suponen algo más del 80 % del volumen negociado en ambos casos.

Las simultáneas de deuda a medio y largo plazo en este segmento del mercado no están tan concentradas en operaciones a un día. En efecto, el volumen cruzado al plazo de un día se sitúa, generalmente, alrededor del 40 %.

III.7. Actividad por grupos de agentes

En esta sección se describe de forma somera la actuación de los distintos participantes en el mercado español de deuda pública, con el objetivo de presentar las características de la actuación de los distintos grupos de participantes en el mercado, así como de las diferentes demandas de valores, materializadas en sus carteras, que, en última instancia, permiten la financiación del Tesoro. La información de la distribución de carteras, relativa a los dos últimos años, se halla en los cuadros III.8 (carteras registradas) y III.9 (carteras a vencimiento).

El análisis de cada grupo de participantes será, en mayor o menor medida, individualizado, puesto que, en cada caso, las cifras y los aspectos relevantes variarán. No se trata, por tanto, de un análisis sistemático que trate de ver para cada sector una serie de parámetros, sino de arrojar un poco de luz sobre los diversos comportamientos de los agentes que participan en este mercado.

Al igual que en la sección anterior, aunque se tratará de dar una visión general y no referida exclusivamente a un período concreto, en algunos casos esto será inevitable y se utilizará información correspondiente al año 1997.

Por primera vez se presenta información relativa a la participación de cada grupo de agentes en el mercado secundario, tanto en términos de volúmenes como de operaciones.

III.7.1. Banco de España

En la sección dedicada a la negociación se excluyó expresamente toda la operativa del Banco de España derivada de su actividad como

DISTRIBUCIÓN POR TENEDORES DE LA DEUDA ANOTADA DEL ESTADO
Carteras registradas

	Letras del Tesoro				Bonos y obligaciones			
	1996		1997		1996		1997	
	Miles de millones	%	Miles de millones	%	Miles de millones	%	Miles de millones	%
Total	13.402	100,0	11.945	100,0	22.549	100,0	26.613	100,0
Sistema crediticio	954	7,1	609	5,1	3.293	14,6	1.618	6,1
<i>Banco de España</i>	386	2,9	83	0,7	2.224	9,8	994	3,7
<i>Bancos</i>	56	0,4	69	0,6	194	0,9	151	0,6
<i>Cajas de ahorros</i>	94	0,7	56	0,5	601	2,7	286	1,1
<i>Cooperativas</i>	32	0,2	45	0,3	153	0,7	92	0,3
<i>Resto</i>	386	2,9	356	3,0	121	0,5	95	0,4
Otras instituciones								
financieras.....	8.541	63,7	8.421	70,5	10.036	44,5	14.871	55,8
<i>Fondos de inversión</i> ..	8.004	59,7	7.954	66,6	5.964	26,4	10.137	38,1
<i>Fondos de pensiones</i> .	144	1,1	87	0,7	943	4,2	1.231	4,6
<i>Seguros</i>	342	2,5	268	2,3	3.023	13,4	3.360	12,6
<i>Resto</i>	51	0,4	112	0,9	106	0,5	143	0,5
Empresas no								
financieras.....	1.825	13,6	1.189	10,0	3.156	14,0	3.692	13,9
Familias	1.902	14,2	1.374	11,5	1.606	7,1	1.487	5,6
Administraciones								
Públicas.....	132	1,0	64	0,5	105	0,5	150	0,6
No residentes	48	0,4	288	2,4	4.353	19,3	4.795	18,0

Fuente: Banco de España.

ejecutor de la política monetaria, debido a la distorsión que suponía en las cifras de contratación. Sin embargo, dado que dicha actividad tiene consecuencias en el funcionamiento del mercado, no está de más realizar algunos comentarios sobre ella.

La actuación del Banco de España en el mercado de deuda pública es, debido a su especial posición, muy diferente a la de cualquier otro participante. Sus operaciones responden, principalmente, a las obligaciones que esta entidad tiene como ejecutora de la política monetaria, por un lado, y como responsable del sistema de liquidación de valores en el que descansa el mercado, por otro.

En el primero de los ámbitos, el Banco de España realiza operaciones con otros titulares de cuenta por razones de instrumentación monetaria. En este caso, la inmensa mayoría de operaciones son dobles (a grandes rasgos, utiliza operaciones simultáneas cuando opera con deuda a medio y largo plazo, y operaciones *repos* con letras cuando se trata

DISTRIBUCIÓN POR TENEDORES DE LA DEUDA ANOTADA DEL ESTADO
Carteras a vencimiento

	Letras del Tesoro				Bonos y obligaciones			
	1996		1997		1996		1997	
	Miles de millones	%	Miles de millones	%	Miles de millones	%	Miles de millones	%
Total	13.402	100,0	11.945	100,0	22.549	100,0	26.613	100,0
Sistema crediticio	6.506	48,6	5.124	42,9	10.280	45,6	10.530	39,6
<i>Banco de España</i>	0	0,0	0	0,0	567	2,5	558	2,1
<i>Bancos</i>	3.400	25,4	2.600	21,8	4.987	22,1	5.239	19,7
<i>Cajas de ahorros</i>	2.704	20,2	2.086	17,5	4.395	19,5	4.423	16,6
<i>Cooperativas</i>	118	0,9	101	0,8	292	1,3	273	1,0
<i>Resto</i>	284	2,1	337	2,8	39	0,2	37	0,2
Otras instituciones								
financieras	5.171	38,6	5.313	44,5	5.342	23,7	7.983	30,0
<i>Fondos de inversión</i> ..	5.008	37,4	5.174	43,3	2.425	10,8	4.456	16,8
<i>Fondos de pensiones</i> ..	47	0,4	48	0,4	643	2,8	910	3,4
<i>Seguros</i>	85	0,6	73	0,6	2.302	10,2	2.608	9,8
<i>Resto</i>	31	0,2	18	0,2	-28	-0,1	9	0,0
Empresas no								
financieras	472	3,5	448	3,7	965	4,3	1.140	4,3
Familias	924	6,9	629	5,3	505	2,2	470	1,7
Administraciones								
Públicas	6	0,0	9	0,1	4	0,0	4	0,0
No residentes	323	2,4	422	3,5	5.453	24,2	6.486	24,4

Fuente: Banco de España.

de operaciones de inyección de liquidez, y operaciones *repos* en ambos casos cuando se trata de operaciones de drenaje de liquidez), si bien en algunos casos, por razones de carácter puramente técnico, se realizan operaciones a vencimiento (23). Estas operaciones pertenecen al ámbito de negociación del segundo escalón, ya que se realizan entre titulares de cuenta y conociendo cada parte la identidad de la otra entidad con la que negocia.

En este ámbito, el Banco de España cruza operaciones dobles por nominales, que, por ejemplo, en 1997 supusieron, en conjunto, el 22 % de los volúmenes cruzados en operaciones dobles en el mercado entre titulares. Dichos volúmenes, que prácticamente en su totalidad corresponden a adquisiciones temporales, se cruzan con bancos en un 85 % y con

(23) El caso típico aparece cuando el Banco compra al contado un valor cuyo vencimiento es el siguiente día hábil, ya que en este caso es imposible realizar una operación doble.

cajas de ahorros en casi el 15 % restante, quedando una participación muy reducida en dichas operaciones para las cooperativas de crédito.

En el segundo de los ámbitos, el Banco de España, al ser el último recurso en el sistema de provisión de valores, trata de mantener constantemente una cartera de deuda a medio y largo plazo con unos volúmenes mínimos de cada referencia. Para ello, opera en el mercado ciego comprando y vendiendo, de forma que la composición de su cartera de valores sea lo más adecuada posible para el cumplimiento de esta función. Dicha cartera se mantiene de forma muy estable desde la creación de este sistema de provisión de valores, en enero de 1995, en el entorno de los 550 mm.

El reflejo en las carteras del Banco de España de su actividad en estos dos ámbitos se encuentra en unas tenencias, tanto de letras del Tesoro como de deuda a medio y largo plazo, en términos de cartera registrada muy variables, pues dependen de la instrumentación monetaria, y una cartera a vencimiento muy estable y compuesta únicamente por bonos y obligaciones del Estado.

Finalmente, conviene citar que, en ocasiones, el Banco de España realiza operaciones en el mercado en las que interviene como ejecutor de determinadas acciones del Tesoro, siendo el caso más habitual el de las amortizaciones parciales anticipadas.

III.7.2. Entidades de depósito

En el mercado de deuda se podrían distinguir tres ámbitos de actuación de las entidades de depósito: el relacionado con la instrumentación monetaria, el de intermediación y el de negociación típica.

Relacionadas con la instrumentación de la política monetaria, las entidades de depósito realizan un gran número de operaciones en el mercado de deuda, unas con el Banco de España y otras entre sí, por razones de gestión de liquidez; además de las operaciones decenales de inyección de liquidez, en el día a día tiene lugar toda una serie de operaciones que van canalizando la liquidez hacia las entidades que la necesitan y retirándola de aquellas que se encuentran con un exceso de tesorería.

En el ámbito de la intermediación, las entidades tienden a traspasar su cartera a vencimiento a sus clientes mediante la realización de operaciones dobles. Por esta vía, las entidades pueden obtener grandes volúmenes de fondos con los que financian su cartera a tipos de interés más favorables que en los mercados interbancarios. No obstante, a pesar de

que en esta actividad las entidades obtienen un diferencial de tipos de interés, es preciso señalar que, al mantener los valores en su cartera a vencimiento, siguen corriendo el riesgo de que se produzcan variaciones en los precios.

Finalmente, en el ámbito de la negociación pura en el mercado, las entidades participan comprando y vendiendo valores, tratando de obtener beneficios, derivados de las variaciones de precios que se producen en el mercado. Asimismo, aquellas entidades que están constantemente dando contrapartida en el mercado obtienen los beneficios del diferencial comprador-vendedor.

Las entidades de depósito, salvo algunas excepciones, son titulares de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones. Por ello, llevan a cabo su actividad en lo que hemos dado en llamar el mercado entre titulares, ya sea en el primer escalón (restringido a los negociantes), ya sea en el segundo escalón (abierto a todos los titulares).

Para dar idea de su importancia en el mercado de deuda pública y de hasta qué punto se puede hablar de «bancarización», se puede citar que de las operaciones al contado con deuda a medio y largo plazo cruzadas entre titulares, en el 98,9 % de los nominales contratados, al menos, interviene una entidad de depósito, y en el 73,5 % las dos partes contratantes son entidades de depósito.

Dentro de las entidades de depósito, las entidades más activas sin duda alguna son los bancos; en efecto, dentro de las operaciones al contado con deuda a medio y largo plazo, los nominales cruzados entre dos bancos suponen las tres cuartas partes de la negociación entre entidades de depósito, y únicamente en el 1,9 % de los volúmenes contratados no interviene un banco.

Cuando las operaciones al contado se realizan con letras del Tesoro, solo en el 1,4 % de los nominales contratados no interviene ninguna entidad de depósito, y en el 66,8 % de los nominales las dos partes contratantes son entidades de este tipo. Del total nominal cruzado en compraventas de letras del Tesoro al contado entre entidades de depósito, el porcentaje que corresponde a operaciones entre bancos se sitúa en el 75,5 %.

En el mercado al contado entre titulares, y contabilizando en términos nominales, las operaciones con bonos y obligaciones suponen el 87,9 % de la negociación con deuda del Estado, correspondiendo el 12,1 % restante a operaciones con letras del Tesoro. A su vez, dentro de las operaciones dobles realizadas con deuda a medio y largo plazo, las simultáneas suponen el 89,6 %; por el contrario, dentro de las operaciones dobles

con letras del Tesoro, son las operaciones *repo*, con un 99,8 % de cuota, las predominantes.

Buena parte de las operaciones simultáneas con bonos y obligaciones (aproximadamente, un 22 % de los volúmenes negociados) corresponde a las operaciones de inyección de liquidez del Banco de España. De los volúmenes restantes, algo más de la mitad corresponde a operaciones en que las dos partes contratantes son bancos.

La estructura de la negociación de operaciones *repo* con letras del Tesoro en el mercado entre titulares es similar, ya que los volúmenes que son resultado de operaciones de inyección de liquidez del Banco de España al sistema suponen el 29,6 % del total, y del resto, casi la mitad corresponde a la negociación entre bancos.

Respecto a sus tenencias, las entidades de depósito, debido a su actividad intermediadora y a su operativa con el Banco de España, mantienen siempre unas carteras registradas muy reducidas, mientras que sus carteras a vencimiento, que tienen mayor rango de variación, tienen un tamaño considerable. Por ejemplo, a finales del año pasado las entidades de depósito mantenían a vencimiento el 37,3 % del saldo vivo de deuda a medio y largo plazo y el 40,1 % del saldo de letras del Tesoro, mientras que dichos porcentajes, en términos de cartera registrada, se situaban en el 2 % y 1,4 %, respectivamente.

Como en el caso de la negociación, las carteras más abultadas corresponden a bancos y, en menor medida, a cajas de ahorros, siendo la participación de las cooperativas de crédito ciertamente marginal.

III.7.3. Otras instituciones financieras

III.7.3.1. Fondos de inversión

Salvo contadas excepciones, los fondos de inversión actúan como terceros en el mercado de deuda, por lo que sus tenencias las mantienen registradas en entidades gestoras. Evidentemente, dependiendo del tipo de fondo de inversión, su participación en los distintos segmentos del mercado (letras, deuda, contado, *repo*, etc.) varía, pero en este epígrafe vamos a comentar de forma agregada su negociación en el mercado.

La información que la Central de Anotaciones tiene de la operativa con terceros se basa en los libros de registro, en los cuales no se anotan operaciones cruzadas, sino altas y bajas de valores a nombre de los distintos titulares, junto con las condiciones y el motivo del movimiento (com-

pra al contado, en *repo*, transferencia, etc.). Así, a lo largo del resto de esta sección, una vez hechas las depuraciones estadísticas necesarias, cuando se habla de alta el lector puede interpretarlo como compra, y cuando se menciona la palabra baja puede interpretarse como venta (24).

La importancia de este sector queda reflejada en el hecho de que sus adquisiciones en términos nominales, en cualquier tipo de operación y valor, suponen el 42,6 % del volumen total reflejado en los registros de terceros.

Dentro de esta actividad, la operación fundamental es el *repo* a fecha fija, que alcanza casi el 95,6 % de las altas registradas de valores a favor de fondos de inversión. A su vez, de estas operaciones *repos*, el 69,2 % es realizado con deuda a medio y largo plazo. Los volúmenes nominales medios de estas operaciones se situaron, en 1997, en 1.030 millones para el caso de los *repos* de deuda y en 1.147 millones para el caso de los realizados con letras del Tesoro.

El resto de las operaciones son al contado, de las que dos terceras partes se realizan con letras del Tesoro, y el resto, con deuda a medio y largo plazo (con unos nominales medios de 822 millones y 1.334 millones, respectivamente); por su parte, la presencia de los *repos* a la vista, de las operaciones a plazo y de las simultáneas es despreciable.

Aunque sus operaciones de venta vienen a suponer, en términos nominales, aproximadamente la tercera parte de sus operaciones de compra, su importancia en el conjunto de bajas del registro de terceros alcanza tan solo el 3,3 %. Estas bajas son, básicamente, ventas simples de deuda a medio y largo plazo y de letras del Tesoro.

La creciente importancia de los fondos de inversión, no solo en el mercado español de deuda, sino también en el conjunto del sistema financiero, puede observarse en los enormes incrementos observados en sus carteras registradas de letras del Tesoro y de deuda a medio y largo plazo. Respecto al saldo vivo del primer tipo de instrumentos, los fondos de inversión pasaron de mantener en 1995 una cuota del 43 %, a ser propietarios de casi el 60 % al cierre de 1996 y del 66,6 % en 1997; en el caso de la deuda a medio y largo plazo, el porcentaje correspondiente a 1997 fue del 38,1 %, frente al 26,4 % de 1996 y al 19,5 % de 1995.

(24) Las depuraciones estadísticas suponen, entre otras cosas, que no se tienen en cuenta las altas y bajas generadas por la segunda compraventa de una operación doble, que no se tienen en cuenta las altas y bajas por transferencias de valores, etc. El objetivo perseguido es acercar al máximo los conceptos de alta y baja a los correspondientes de compra y venta (tal y como los hemos manejado en apartados anteriores).

Sus tenencias en términos de carteras a vencimiento, aunque más reducidas, son también de una gran cuantía. En efecto: al cierre del pasado año, las carteras a vencimiento de los fondos de inversión se situaban en el 43,3 % para el caso de las letras y en el 16,8 % para el caso de la deuda. En ambos casos, estos porcentajes están registrando significativos aumentos en los últimos años.

Esta notable preponderancia de las carteras registradas sobre las carteras a vencimiento son un buen indicador de que, en términos agregados, el horizonte de inversión de este grupo de agentes es bastante reducido.

III.7.3.2. Fondos de pensiones

Nuevamente, tomando como referencia las altas en el registro de terceros, se observa que en 1997 este sector tuvo una cuota de negociación de tan solo el 2,6 %. De estos volúmenes, algo más del 93 % correspondió a *repos* a fecha fija y, dentro de estos, el 75 % se realizó con deuda a medio y largo plazo, y el resto, con letras del Tesoro. Los volúmenes medios, en términos nominales, de estas altas se situaron en 929 y 633 millones, respectivamente.

El resto de la actividad correspondió a operaciones al contado, básicamente con deuda a medio y largo plazo (con un nominal medio por alta de 397 millones), siendo la actividad muy escasa en el resto de operaciones.

Este sector, que va ganando importancia en el mercado de forma paralela a su implantación en la sociedad española, se halla aún muy lejos de los volúmenes de actividad y de tenencias de carteras de los fondos de inversión. Sin embargo, en volúmenes de actividad se encuentran ya bastante cerca de los registrados por las empresas de seguros.

Sus operaciones de venta, consistentes prácticamente en ventas simples al contado de deuda a medio y largo plazo, se sitúan cerca del 40 % de las operaciones de compra, siempre en términos nominales, pero su importancia en el conjunto de bajas del registro de terceros es despreciable.

Las tenencias de los fondos de pensiones, aunque también registran incrementos en los últimos años (en paralelo con el propio desarrollo de este tipo de instituciones en el sistema financiero español), no tienen el tamaño que se registra en los fondos de inversión o en las empresas de seguro, que veremos a continuación. No obstante, sí que puede observarse que, en el caso de la deuda a medio y largo plazo, la proporción de

la cartera registrada que corresponde a compras a vencimiento es más elevada que en el caso de los fondos de inversión, lo que se corresponde con un horizonte temporal de inversión más dilatado.

III.7.3.3. Empresas de seguros

Los volúmenes nominales que suponen altas en el registro de terceros a favor de las empresas de seguros suponen el 2,9 % del total de volúmenes contratados. Su estructura operativa es prácticamente idéntica a la de los fondos de pensiones: el 94,7 % de los volúmenes anteriores corresponde a *repos* a fecha fija —de estos, el 67,4 % se realiza con deuda a medio y largo plazo— y los restantes son, casi en su totalidad, operaciones al contado.

El volumen nominal medio de los *repos* con deuda se hallaba, en 1997, en los 502 millones, mientras que el correspondiente a los *repos* realizados con letras del Tesoro se situaba en los 655 millones.

Al igual que en el caso de los fondos de pensiones, sus operaciones de venta consistieron, casi en su totalidad, en ventas simples al contado de deuda a medio y largo plazo, y fueron, en términos nominales, ligeramente inferiores al 25 % de las operaciones de compra. Igualmente, estos volúmenes en el conjunto de bajas del registro de terceros no merecen mayores comentarios.

Las tenencias de las empresas de seguros están concentradas en la deuda a medio y largo plazo, y a finales de 1997 se situaban en el 12,6 %, en términos de cartera registrada, y en el 9,8 %, en términos de cartera a vencimiento.

III.7.4. Sector residente no financiero

III.7.4.1. Empresas no financieras

Con los datos de 1997, las altas recogidas en el registro de terceros a favor de las empresas no financieras suponían, en términos de volúmenes nominales, un 18,7 % del total. El 98,3 % de estos volúmenes era el resultado de operaciones *repo* a fecha fija, correspondiendo el 67,5 % de ellos a operaciones con deuda a medio y largo plazo, con un nominal medio de 293 millones, y el resto, a operaciones con letras del Tesoro, cuyo nominal medio se situaba en 321 millones.

Las bajas registradas de valores correspondientes a empresas no financieras carecen de significación, tanto en relación con el conjunto de

bajas existentes en el registro de terceros como con los propios volúmenes de altas a favor de este grupo de agentes.

Este grupo de agentes, al adquirir en gran medida sus tenencias de valores del Estado mediante operaciones dobles, tiene unas carteras registradas muy superiores a las carteras a vencimiento. En efecto: al cierre de 1997, su cartera registrada de letras del Tesoro se situaba en el 10 % del saldo vivo, mientras que su cartera a vencimiento era de tan solo el 3,7 %; en el caso de la deuda a medio y largo plazo, los porcentajes respectivos fueron del 13,9 % y del 4,3 %.

III.7.4.2. Familias

Por su parte, las familias mantuvieron una cuota en el total de volúmenes registrados como altas en el registro de terceros del 1,1 %, y la estructura de estas altas es prácticamente igual a la de las empresas no financieras.

En efecto: de estos volúmenes, casi el 91 % correspondía a *repos* a fecha fija, de los que el 69 % se realizó con bonos y obligaciones, y el 31 % restante, con letras del Tesoro; los nominales medios de dichas altas fueron, respectivamente, 9 y 11 millones. Los datos relativos a estos volúmenes medios deben ser considerados con mucha cautela, pues están muy influidos por la existencia de algunas operaciones con volúmenes tremendamente elevados que hacen pensar en la posibilidad de que se haya producido algún error en la codificación del código de actividad del propietario a favor del que se registran los valores.

No obstante, los valores obtenidos son coherentes, en el sentido de que son significativamente inferiores a los correspondientes a las empresas no financieras, y los datos de este último sector, a su vez, son notablemente menores que los registrados para los inversores institucionales residentes (fondos de inversión, fondos de pensiones y empresas de seguros).

Al igual que en el caso de las empresas no financieras, las bajas del registro de terceros correspondientes al sector de familias no tienen importancia ninguna ni dentro del propio sector ni, por tanto, para el conjunto de sectores.

Las carteras registradas de las familias se situaron a finales de 1997, en relación con los saldos vivos correspondientes, en el 11,5 % en el caso de las letras del Tesoro, y en el 5,6 % en el caso de los bonos y obligaciones. Las carteras a vencimiento fueron, dada la naturaleza de

este grupo de agentes, más reducidas, situándose los porcentajes anteriores en el 5,3 % y en el 1,7 %, respectivamente.

III.7.5. Sector no residente

La parte de las altas registradas a favor de los no residentes supone el 37 % del total de altas contenidas en el registro de terceros. En estas cifras, la participación de operaciones con letras del Tesoro es absolutamente marginal, por lo que basta con analizar el tipo de operaciones realizadas con deuda a medio y largo plazo.

En este sentido, el patrón de actuación de los no residentes es totalmente diferente a los de los otros grupos de terceros. En efecto: el 91 % de los volúmenes registrados como altas a favor de no residentes corresponde a operaciones al contado (con un nominal medio por alta de 2.798 millones), el 8 % a compras en simultáneas (con 3.208 millones de nominal medio) y el resto se reparte entre *repos* y operaciones a plazo. Además, resulta significativo que en las operaciones al contado la proporción de altas, en términos de volúmenes nominales, que son el resultado de operaciones registradas por orden conjunta de las partes, es de casi el 28 %.

En segundo lugar, por lo que respecta a las bajas, y también en términos de volúmenes nominales, el sector no residente representa el 95,4 % de los volúmenes totales. De estas bajas, el 59 % correspondía a operaciones simultáneas de venta (con un nominal medio de 4.690 millones), y el 40 %, a operaciones de venta al contado (cuyo nominal medio se situó en 1.608 millones). De estas últimas, el 69 % fueron operaciones registradas por orden conjunta de las partes.

La información anterior y su comparación con la correspondiente a grupos de agentes residentes, de las secciones anteriores, proporcionan la imagen de que el sector no residente es el único importante de entre todos los grupos de terceros en el lado vendedor del mercado secundario. Asimismo, tanto por volúmenes medios como por la utilización en cuantía significativa de la operación por orden conjunta de las partes, se obtiene la idea de que, dentro de los inversores institucionales existentes en el mercado español, el grupo de no residentes es el que realiza una gestión más ágil de sus carteras.

A continuación se comenta la operativa conocida como «lavado de cupón» y que tiene su origen en las distinciones en el tratamiento fiscal entre no residentes y residentes; estas diferencias han introducido en el mercado de deuda pública una serie de distorsiones de notable importancia.

La diferencia en el trato fiscal estriba en el hecho de que la regulación española (25) establece la devolución de oficio de las retenciones que se hubieran practicado sobre rendimientos de la deuda anotada del Estado a los inversores no residentes.

El aspecto más importante es la gran cantidad de negocio relacionado con las operaciones de transmisión a no residentes de valores cuyo cupón está próximo a su vencimiento, con objeto de evitar la retención en dicho pago de cupón. Estas operaciones, denominadas «lavado de cupón», pueden ser realizadas por cualquier residente tenedor de deuda, con tal de que el vencimiento del cupón diste más de treinta días del de la transmisión al no residente (a no ser que el residente sea creador de mercado, en cuyo caso no existe ningún plazo mínimo para una cantidad que no exceda unos límites, fijados en función de la negociación).

Las operaciones de «lavado de cupón» determinan, pues, que una parte de la negociación con valores públicos se deba únicamente a motivos fiscales, ya que existen posibilidades de arbitraje entre residentes y no residentes. Además, al ser varios los tipos de operación susceptibles de eludir la retención, la lectura de las variaciones en la serie de saldos de deuda pública en poder de no residentes se complica.

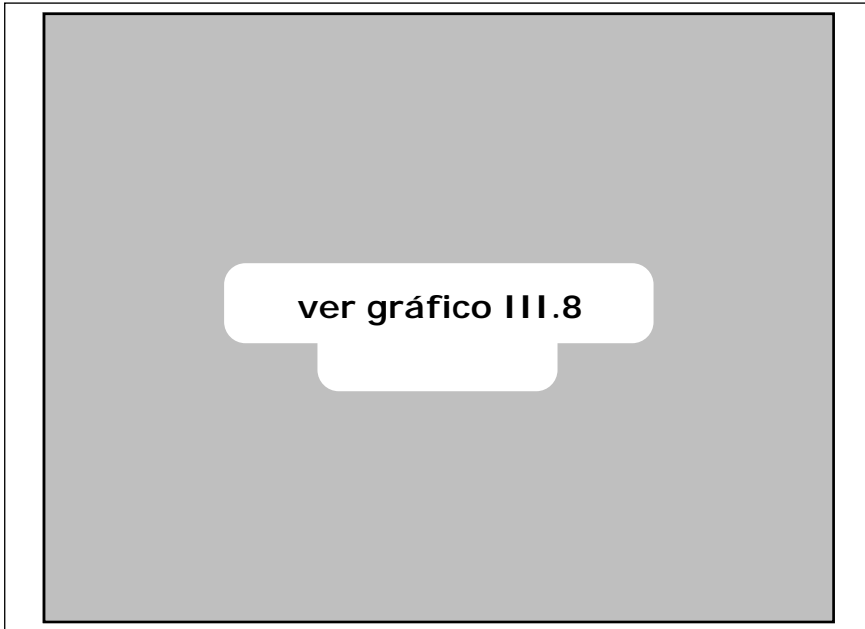
Por ello, se llevaron a cabo, durante 1995, varios trabajos, con el objetivo de realizar una estimación del efecto de las operaciones de lavado de cupón sobre las carteras registrada y a vencimiento de los no residentes. Gracias a ellos, desde entonces se publican en la memoria de la Central de Anotaciones las series de ambas carteras, una vez eliminados los efectos de las operaciones de lavado de cupón.

Los métodos de obtención de estas series corregidas son idénticos. En concreto, ambos efectos han sido estimados tal y como se explica a continuación:

- Se calculan los saldos de las carteras registrada y a vencimiento en poder de no residentes en el cuarto día posterior al pago de cupón, suponiendo que este es el saldo depurado del efecto lavado de cupón; en el caso de emisiones que se amortizan coincidiendo con el pago de cupón, se toma como dicho saldo el existente cuarenta y cinco días antes de la fecha de pago del cupón.
- A continuación, se supone que todos los saldos de las carteras registrada y a vencimiento, en los cuarenta y cuatro días previos y en los tres posteriores al pago del cupón, están sobrevalorados

(25) Real Decreto 1285/1991, de 2 de agosto, por el que se establece el procedimiento de pago de intereses de la Deuda del Estado en anotaciones a los no residentes que inviertan en España sin mediación de establecimiento permanente.

CARTERAS DE NO RESIDENTES



Fuente: Banco de España.

por la diferencia que se obtiene entre estos y el obtenido en el paso anterior, siempre que dicha diferencia sea positiva.

Las carteras corregidas del efecto «lavado de cupón», junto con las carteras efectivamente observadas, se encuentran representadas en el gráfico III.8.

Como puede verse, el efecto del lavado de cupón es normalmente mayor sobre la cartera registrada que sobre la cartera a vencimiento, sobre todo a partir de mediados de 1994. Este hecho es el que cabía esperar, pues toda compraventa, bien temporal, bien a vencimiento, se refleja en la cartera registrada, mientras que la cartera a vencimiento solo se ve afectada cuando el lavado de cupón se realiza mediante una compra simple inicial y una venta simple final.

No obstante, en los primeros años en los que se observó esta práctica las operaciones de lavado de cupón no se registraban como operaciones dobles, sino a vencimiento, en buena parte como consecuencia de la estrategia de las entidades de no registrar como tales las operaciones simultáneas, para evitar la obligación existente hasta marzo de 1993 de formalizar los contratos correspondientes ante el Banco de España. La

anulación de este requisito legal llevó a la normalización del mercado de simultáneas y a una creciente precisión en el registro de tales operaciones por parte de las entidades gestoras.

En relación con la operativa de lavado de cupón, resulta preciso señalar que, a menudo, el aumento de la cartera registrada de los no residentes no se produce como consecuencia de adquisiciones a vencimiento o temporales, sino por reducciones drásticas de las cesiones temporales. En efecto, los no residentes tienden a realizar las cesiones temporales de emisiones con pago de cupón próximo, de forma que la recompra tenga lugar en los días inmediatamente anteriores a la fecha límite en que los valores han de estar en su cartera registrada para poder reclamar la devolución de las retenciones. Así, basta con no renovar las cesiones temporales de esos valores para que en la cartera registrada se produzca la notable erraticidad que se observa en esta serie, mientras que en la cartera a vencimiento solo tienen lugar movimientos moderados.

Además de esta estimación sobre la importancia del proceso de «lavado de cupón», se dispone de otra información descriptiva de este fenómeno. En primer lugar, las peticiones de devolución de la retención por parte de inversores no residentes son porcentualmente mayores cuanto mayor es el saldo vivo del valor que paga cupón y cuanto mayor es el tipo de interés nominal de dicho cupón. Aunque existe mucha dispersión dependiendo de las emisiones, a lo largo de 1997 el nominal sobre el que se reclamó la devolución de intereses retenidos alcanzó el 66 % del total que pagaba cupón.

En segundo lugar, se observa la existencia de entidades gestoras altamente especializadas en la ejecución de estas operaciones, puesto que presentan nominales muy altos a la devolución de la retención en relación con los saldos que mantienen habitualmente en sus cuentas de terceros.

En tercer lugar, las demandas de devolución de retenciones proceden en algo más del 40 % del Reino Unido y en más del 80 % del conjunto de la Unión Europea. La cifra correspondiente a Londres da una idea de la importancia de esta plaza como centro financiero internacional, pero, por supuesto, de esta cifra no se deriva el origen último de los fondos, dado que muchos de los inversores no residentes reclamantes de la retención son, en realidad, instituciones financieras y fondos de inversión no británicos.

El lado español de la operativa no está tan estudiado, pero, a grandes rasgos, sí que se puede afirmar que son las entidades de crédito y los fondos de inversión los grupos de agentes que más la practican. Aunque

la retención fiscal supone los mismos costes financieros para ambos tipos de instituciones (derivados de la indisponibilidad de los fondos retenidos desde la fecha de la retención a la de liquidación del impuesto), los fondos de inversión, al estar sujetos a un impuesto de sociedades del 1 %, la perciben como desmesurada.

La introducción de bonos y obligaciones segregables por parte del Tesoro en el verano de 1997 probablemente reducirá la importancia cuantitativa del proceso de «lavado de cupón». En efecto: las referencias segregables tienen para las personas jurídicas residentes un régimen de retenciones muy similar al que disfrutaban los no residentes, por lo que los incentivos que existían para que las entidades residentes participaran en esta operativa se reducen de forma significativa.

Finalmente, hay que señalar que las tenencias de bonos y obligaciones —no así en el caso de las de letras del Tesoro— por parte de no residentes siguen teniendo mucha importancia para la financiación de la deuda pública. En efecto: la cartera a vencimiento de bonos y obligaciones que mantenían los no residentes a finales del año pasado se situaba en el 24,4 % del saldo, mientras que dicho porcentaje en el caso de la cartera registrada era del 18 %. Por tanto, la quinta parte de la deuda a medio y largo plazo del Estado, anotada en la Central, estaba siendo financiada por inversores no residentes; esta cifra se reduce al 13,2 % cuando se tienen en cuenta, además, las letras del Tesoro.

ANEJO III.A

NEGOCIACIÓN SEPARADA DEL PRINCIPAL Y LOS INTERESES DE LA DEUDA DEL ESTADO SEGREGABLE (26)

La Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de junio de 1997 (*BOE* del 20) ha autorizado la segregación del principal y los cupones periódicos de determinadas emisiones de bonos y obligaciones del Estado, así como su posterior reconstitución, a efectos de su negociación en el Mercado Secundario de Deuda Pública.

La Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 20 de junio de 1997 (*BOE* del 21) dispuso la emisión de bonos del Estado, a tres y cinco años, y de obligaciones del Estado, a diez y quince años, que incorporan la calificación de segregables.

De acuerdo con la autorización incluida en el epígrafe tercero de la Orden Ministerial citada anteriormente (en lo sucesivo, la Orden), el Banco de España, en la Circular nº 7/1997, de 21 de noviembre, ha establecido las normas generales que regularán la operativa sobre estos valores en la Central de Anotaciones. El objeto de la presente Aplicación es hacer llegar a los miembros del mercado de deuda pública los procedimientos de comunicación y las condiciones de liquidación de las operaciones que se realicen con estos valores.

1. Miembros del mercado autorizados a cursar órdenes de segregación y reconstitución

Las operaciones de segregación y reconstitución solo podrán cursarse a la Central de Anotaciones por parte de aquellas entidades gestoras que hayan sido autorizadas por la DGTPF. La Resolución de la citada Dirección General de 14 de noviembre de 1997 (*BOE* del 18) ha establecido los compromisos que deberán asumir las entidades autorizadas a emitir dichas órdenes, y que dicha autorización será revisada anualmente, si bien se efectuará una primera revisión al finalizar el primer semestre de actividad del mercado.

(26) Este anejo es, prácticamente, una transcripción de la Aplicación Técnica 2/1997 de la Central de Anotaciones. Las variaciones introducidas responden únicamente al mantenimiento de las convenciones respetadas en el resto del libro sobre la nomenclatura de las diferentes figuras e instituciones.

La relación de entidades autorizadas a cursar órdenes de segregación y reconstitución será difundida a través del *Boletín de la Central de Anotaciones*; el Banco de España mantendrá un registro actualizado de dichas entidades.

Los miembros del mercado no autorizados a cursar estas órdenes, así como los terceros, solo podrán ser titulares de valores segregados como consecuencia de adquisiciones de los mismos. Igualmente, el colectivo de inversores citados anteriormente solamente podrá sustituir los valores segregados de los que aquellos fueran titulares, por bonos segregables mediante la transmisión de los primeros y la adquisición de los segundos.

2. Órdenes de segregación y reconstitución

Las operaciones de segregación y reconstitución podrán ser realizadas a partir de la fecha que establezca la DGTPF. La comunicación de estas operaciones a la Central de Anotaciones y su asentamiento en las cuentas de valores se llevarán a cabo de acuerdo con los procedimientos siguientes:

- a) Las entidades gestoras autorizadas dirigirán sus órdenes de segregación o reconstitución a la Central de Anotaciones, por fax, desde el número acreditado por cada entidad ante el STMD. Las órdenes podrán cursarse desde las 9 hasta 13.30 horas, momento en el que serán resumidas mediante el envío de un mensaje final, también por fax, donde se confirmará el total de las órdenes cursadas durante la sesión. Este mensaje resumen deberá ser remitido diariamente a la Central de Anotaciones por todos los miembros autorizados, aun en el caso de que no se cursen operaciones.

Se adjuntan, como anejo a esta Aplicación, los formatos de los mensajes señalados, que tendrán que enviarse al fax de la Central de Anotaciones.

- b) Cada orden de segregación o reconstitución de bonos segregables deberá referirse a un importe nominal mínimo del bono segregable de 50.000.000 de pesetas. Los importes adicionales deberán ser múltiplos de 10.000.000 de pesetas.
- c) Las órdenes de segregación y reconstitución se ejecutarán con fecha-valor del día siguiente hábil al de su comunicación a la Central de Anotaciones y, desde esa fecha-valor, los valores resultantes de las citadas órdenes serán negociables en el mercado secundario.

- d) El asentamiento de las órdenes de segregación y reconstitución se realizará al inicio de operaciones de cada día, por lo que las entidades gestoras autorizadas deberán contar con saldo disponible hasta la amortización, libre de compromisos o trabas, en sus cuentas de valores a nombre propio al cierre de operaciones del día hábil anterior. Las órdenes que no puedan asentarse por falta de saldo en las cuentas de valores afectadas serán anuladas automáticamente y se tendrán por no recibidas.

El saldo previo necesario señalado en el párrafo anterior será de bonos segregables en el caso de órdenes de segregación, y de principal segregado y cupones segregados en el caso de órdenes de reconstitución.

No obstante lo anterior, en el caso de órdenes de segregación los saldos de bonos segregables objeto de dichas órdenes podrán ser cedidos mediante operaciones de venta con pacto de recompra (*repos*) hasta la fecha-valor de la orden de segregación. Como es habitual en los procesos de la Central de Anotaciones, en la fecha de vencimiento del *repo* se asentará este en primer lugar, y posteriormente la orden de segregación sobre el saldo resultante.

El tipo de operativa descrito en el párrafo anterior no podrá ser utilizado en las órdenes de reconstitución, ya que, según se señala en el número 4.b) siguiente, no está autorizada la contratación de operaciones *repo* sobre los valores representativos del principal o cupones segregados.

- e) A inicio de operaciones de cada fecha-valor, es decir, la tarde del día hábil anterior, la Central de Anotaciones remitirá información a todas las entidades autorizadas, con el detalle de las operaciones de segregación o reconstitución que fueron ordenadas para asentar en la fecha-valor que se inicia. En esta información se indicará el resultado obtenido en el proceso de asentamiento de las operaciones en las respectivas cuentas de valores, que podrá ser asentada o anulada, y, en este último caso, el motivo de la anulación.

Esta información se facilitará mediante el listado CATL477, que las entidades autorizadas podrán consultar e imprimir a través de la pantalla de listados del terminal conectado al Banco de España. El listado será recibido diariamente por todas las entidades autorizadas, aunque no hayan ordenado operaciones, reflejándose entonces dicha circunstancia.

- f) Cuando la fecha-valor de las órdenes de segregación o reconstitución coincida con la fecha de pago del cupón periódico del bono

segregable objeto de la orden, la Central de Anotaciones pagará el cupón y, a continuación, asentará dichas órdenes en las cuentas de valores correspondientes. En consecuencia, si la orden es de segregación, el cupón se cobrará como pago periódico de un activo con rendimiento explícito —el bono segregable—, y, si la orden es de reconstitución, el cupón se cobrará como amortización de un activo con rendimiento implícito —el cupón segregado—.

3. Características de los valores representativos del principal y de los cupones segregados

a) Los valores nominales unitarios de estos valores serán los siguientes:

- Principal segregado: 10.000.000 de pesetas.
- Cupón segregado : 1.000 pesetas.

b) Serán fungibles entre sí los cupones segregados con la misma fecha de vencimiento, aun cuando provengan de diferentes referencias de bonos segregables. Sin embargo, no serán fungibles los cupones segregados con los principales segregados, aunque su fecha de vencimiento sea la misma. Tampoco serán fungibles entre sí los principales segregados, salvo que procedan de la misma emisión de bonos segregables.

c) La Central de Anotaciones asignará nuevos códigos-valor a los valores representativos de los principales segregados y de los cupones segregados, obtenidos como consecuencia de las órdenes de segregación.

Los valores representativos de principales segregados que provengan de distintas emisiones de bonos segregables tendrán, igualmente, diferentes códigos-valor identificativos.

Dada la fungibilidad de los cupones segregados, se utilizará un único código-valor para identificar los valores representativos de cupones segregados que tengan la misma fecha de vencimiento. En ningún caso se agruparán en el mismo código-valor los cupones segregados y los principales segregados, aunque tengan la misma fecha de vencimiento.

d) La última posición del código-valor utilizado por la Central de Anotaciones tomará los siguientes valores:

- Código-valor identificativo de bono segregable: 2.
- Código-valor identificativo de cupón segregado: 1.
- Código-valor identificativo de principal segregado: 0.

4. Operaciones de mercado secundario

- a) Bonos segregables: podrán contratarse todas las operaciones autorizadas en la Central de Anotaciones, tanto entre miembros del mercado como con la participación de terceros, con las limitaciones generales existentes en cada momento.
- b) Valores representativos del principal o de cupones segregados: podrán contratarse todas las operaciones autorizadas, *EXCEPTO LAS COMPRAS CON PACTO DE RECOMPRA (REPOS)*. Las compraventas temporales deberán instrumentarse, necesariamente, mediante operaciones simultáneas.

Una vez resueltos los problemas técnicos que, en estos momentos, impiden la contratación de compraventas con pacto de recompra (*repos*), la Central de Anotaciones anunciará, por los procedimientos habituales, el momento en el que podrán negociarse el principal y los cupones segregados mediante las citadas operaciones.

Además, los importes mínimos de las operaciones de Mercado Secundario contratadas con estos valores serán los siguientes:

— Operaciones entre miembros del mercado

- * Principal y cupones segregados: El importe mínimo establecido en cada momento para el STMD (actualmente, 50 millones de pesetas).

— Operaciones con la participación de terceros

- * Principal segregado: 10.000.000 de pesetas.
- * Cupones segregados: 1.000.000 de pesetas.

Las operaciones de mercado secundario de importe superior a los mínimos establecidos deberán ser múltiplos del valor nominal unitario determinado en el apartado III.3.a).

- c) La comunicación al STMD de las operaciones contratadas con estos valores se realizará utilizando los medios habituales establecidos. En la codificación de las operaciones, la segunda posición indicativa de la clase de activo tomará los valores siguientes:
 - Operaciones con bonos segregables: D.
 - Operaciones con principales segregados: E.
 - Operaciones con cupones segregados: F.

- d) De acuerdo con lo establecido en el artículo primero (en concreto, en el apartado 3 de requisitos, letra «l») de la Orden, en ningún caso las tenencias de principales o cupones segregados podrán ser inferiores a 10.000.000 y 1.000.000 de pesetas, respectivamente.

5. Inmovilizaciones en la Central de Anotaciones

Los valores representativos del principal y de los cupones segregados podrán ser objeto de inmovilización en la Central de Anotaciones, siguiendo los procedimientos generales establecidos para el resto de los valores incluidos en la Central.

Sin embargo, es muy importante destacar el caso de las inmovilizaciones sobre cupones segregados en el caso de que los valores se encuentren en esta situación en su fecha de amortización —el día de vencimiento del pago del cupón—. De acuerdo con lo establecido en el apartado 6 del número primero de la Orden, la Central de Anotaciones abonará el importe líquido después de aplicar el tipo general de retención a los cupones segregados. Posteriormente, cuando las entidades gestoras presenten las declaraciones y relaciones establecidas en dicha Orden, la Central de Anotaciones abonará la retención practicada. Por este motivo, llegado el vencimiento del pago del cupón, aquellos valores representativos de cupones segregados que se encuentren inmovilizados por cuenta de terceros en la Central de Anotaciones *pasarán a la situación de efectivos bloqueados procedentes de amortización por su importe líquido —nominal menos retención—*. El importe correspondiente a la retención deberá ser inmovilizado por la entidad gestora y mantenido en esta situación hasta que se solicite el levantamiento del bloqueo.

6. Régimen de retenciones y procedimiento de devolución de las mismas

- a) Cuando se produzca la transmisión o el reembolso de principales segregados y cupones segregados, cuya titularidad corresponda a sujetos pasivos del IRPF, serán las entidades gestoras que intervengan en la transmisión o en el reembolso las encargadas de practicar e ingresar la retención que proceda.
- b) En cada vencimiento de cupones de bonos segregables, la DGTPF transferirá a la Central de Anotaciones el importe líquido que resulte de la aplicación del tipo general de retención a la to-

talidad de los intereses, ya correspondan estos a bonos segregables o a cupones segregados.

- c) El día hábil anterior al pago del cupón de referencias de bonos segregables, las entidades gestoras del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones presentarán una declaración en la Central de Anotaciones, por cada referencia de bono segregable. En dicha declaración se indicará el siguiente desglose de sus cuentas de terceros, con datos al cierre del mercado de ese día:
- Importe nominal no segregado en poder de titulares sujetos al Impuesto sobre Sociedades.
 - Importe nominal de cupones segregados, con vencimiento en dicha fecha, en poder de titulares sujetos al Impuesto sobre Sociedades.
 - Importe nominal no segregado en poder de titulares sujetos al IRPF.
 - Importe nominal de cupones segregados, con vencimiento en dicha fecha, en poder de titulares sujetos al IRPF.
- d) Dentro de los treinta días naturales siguientes al vencimiento del cupón, las entidades gestoras del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones presentarán una relación detallada de los titulares sujetos al Impuesto sobre Sociedades, por cada referencia de bono segregable. En la citada relación se identificará a cada titular por su razón social y domicilio, número de identificación fiscal, importe nominal de la inversión y su correspondiente rendimiento bruto, cuando se trate de bonos sin segregar, o importe nominal de la inversión cuando se trate de cupones segregados.
- e) La ausencia de cualquiera de los documentos citados en los anteriores apartados *c)* y *d)*, o su recepción fuera del plazo indicado, impedirá el abono de las retenciones practicadas, las cuales deberán ser reclamadas por las entidades gestoras ante la Administración Tributaria. Asimismo, la discrepancia entre los datos de la declaración y la relación, señaladas anteriormente, impedirá el abono de las cantidades retenidas hasta que sea modificado el documento incorrecto, siempre dentro del plazo previsto para la entrega de la relación de titulares.

La Central de Anotaciones informará a las entidades gestoras, a través de las comunicaciones habituales, del lugar de presentación de los escritos citados, y remitirá los modelos de formato de los mismos.

- f) En la fecha prevista para el pago del cupón, siempre que se haya recibido conforme la declaración citada en el apartado c) anterior, el Banco de España abonará, a cada entidad gestora, el importe correspondiente a la retención practicada a los titulares de cupones segregados que sean sujetos pasivos del IRPF.
- g) El siguiente día hábil al de la recepción conforme de la relación detallada de los titulares, a que se refiere el apartado d) precedente, el Banco de España abonará a cada entidad gestora el importe correspondiente a la retención practicada a los titulares sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades.
- h) En la fecha prevista para el pago de cupón, el Banco de España abonará, de oficio, a los titulares de cuentas de valores en la Central de Anotaciones, las retenciones practicadas sobre los saldos por cuenta propia de bonos segregables de las referencias que paguen cupón o de cupones segregados con esa fecha de vencimiento.

7. Modificaciones en la normativa sobre operaciones a plazo y simultáneas con terceros

La CBE 7/1997, citada al principio, ha modificado la CBE 8/1991, de 26 de noviembre, sobre operatoria a plazo con terceros, por lo que las operaciones tanto a plazo como simultáneas contratadas con quienes no ostenten la condición de miembros del mercado se atenderán a lo previsto en la citada Circular y a los procedimientos siguientes:

- a) Las operaciones a plazo y simultáneas con terceros podrán ser contratadas por los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones y las entidades gestoras de capacidad plena. No obstante, esta operativa no queda autorizada a aquellos titulares de cuentas que, además, ostenten la condición de entidades gestoras de capacidad restringida, ya que estas entidades solo pueden ofrecer contrapartida en nombre propio a terceros en operaciones simples al contado.
- b) El importe nominal mínimo para este tipo de operaciones queda establecido en 10.000.000 de pesetas, y podrán estar amparadas por contratos suscritos por el miembro del mercado y el tercero que participen en la operación. En tal caso, dichos contratos incluirán cláusulas que establezcan la liquidación a cuenta de las diferencias que se produzcan con respecto a los precios de referencia fijados en los mismos. Podrán añadirse, además,

cláusulas que prevean la liquidación por diferencias de las operaciones en cualquier fecha intermedia entre la de contratación y la de vencimiento.

- c) No obstante lo previsto en el párrafo anterior, podrán contratarse operaciones de este tipo por importe inferior a 10.000.000 de pesetas, siempre que se formalicen en los contratos tipo a que hace referencia el apartado c) del punto 8º de la Sección Cuarta de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 25 de octubre de 1995. De acuerdo con lo establecido en dicha Orden, los contratos tipo deberán ser enviados y aprobados por el Banco de España antes de su utilización en estas operaciones.
- d) Las entidades que contraten operaciones a plazo o simultáneas con terceros deberán cumplir todos los requisitos de registro y comunicación establecidos en el Manual de la Central de Anotaciones. A estos efectos, la comunicación al STMD de la contratación de las operaciones deberá realizarla siempre la entidad contratante, aunque no tenga la condición de entidad gestora. En este caso, llegada la fecha-valor de la ejecución pactada, el titular de cuenta informará de todos los datos de la operación a una entidad gestora, la cual anotará la operación en su Registro de Terceros.

Para cualquier aclaración sobre el contenido de esta Aplicación Técnica, pueden dirigirse a los teléfonos 338 60 51 - 60 52 - 60 53 - 60 54, de la Sección de Anotaciones en Cuenta, de la Oficina de Operaciones.

Madrid, 1 de diciembre de 1997.

EL DIRECTOR GENERAL DE OPERACIONES,
MERCADOS Y SISTEMAS DE PAGOS.

BANCO DE ESPAÑA
CENTRAL DE ANOTACIONES

**TOTALES DE ÓRDENES DE SEGREGACIÓN
Y RECONSTITUCIÓN**

Fecha de comunicación: Fecha-valor:

ENTIDAD:
(CSB) (NOMBRE)

Total nominal (en millones) de las órdenes de segregación:

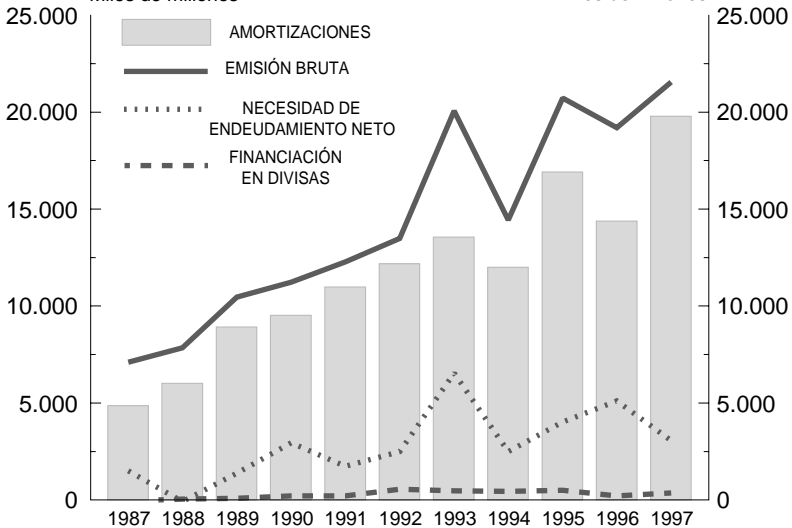
Total nominal (en millones) de las órdenes de reconstitución:

Número total de hojas de fax enviadas:

PERÍODO 1987-1997

Miles de millones

Miles de millones

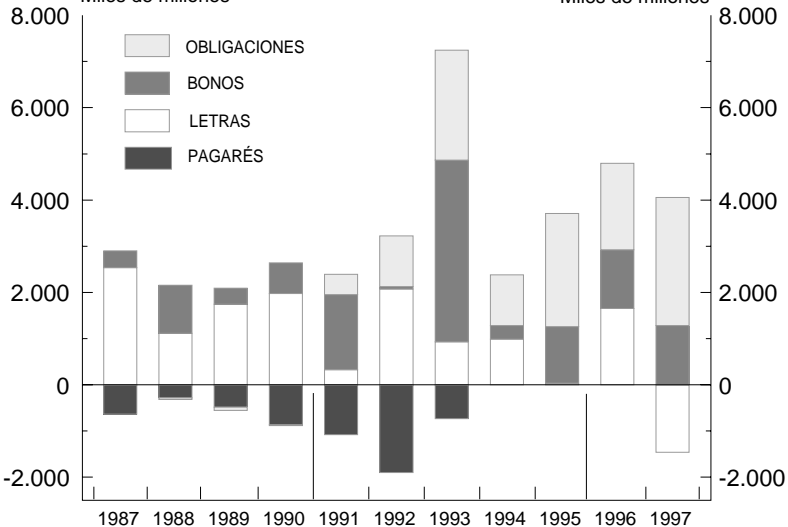


PERÍODO 1987-1997

Miles de millones

Miles de millones

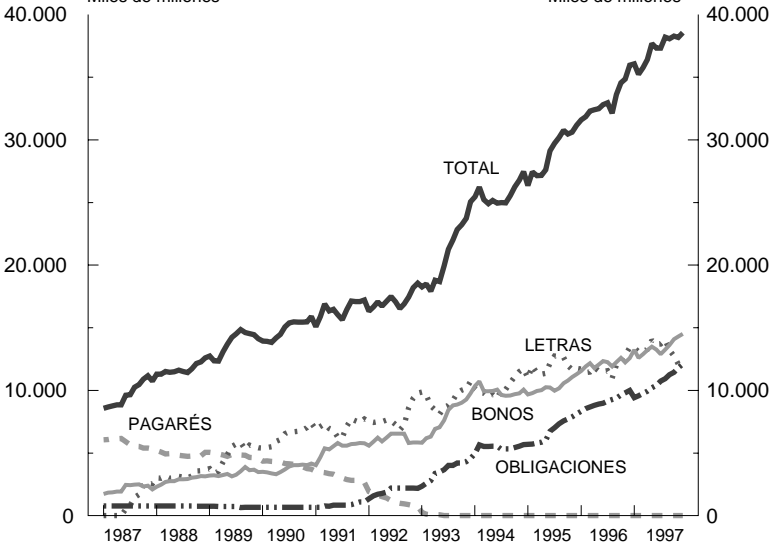
- OBLIGACIONES
- BONOS
- LETRAS
- PAGARÉS



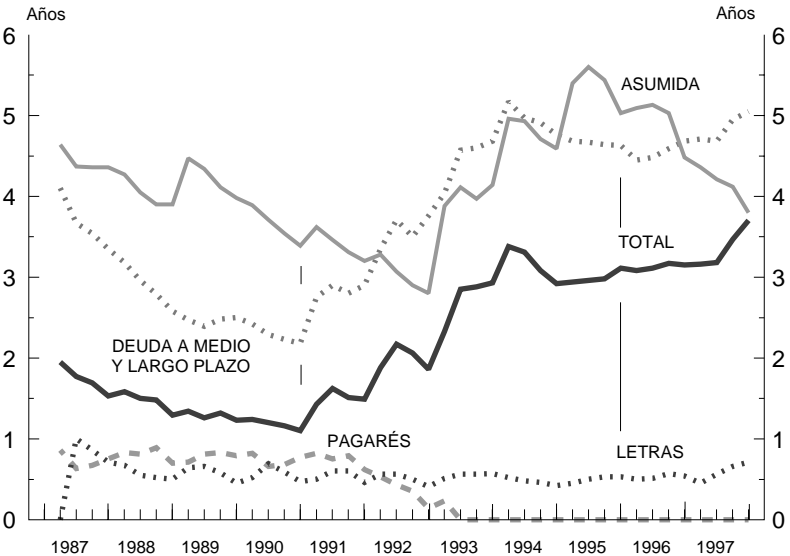
PERÍODO 1987-1997 (a)

Miles de millones

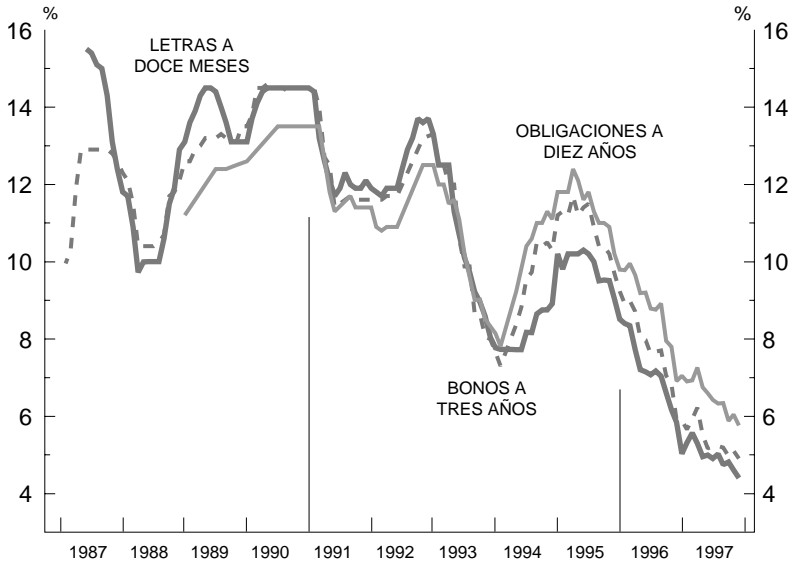
Miles de millones



PERÍODO 1987-1997 (a)

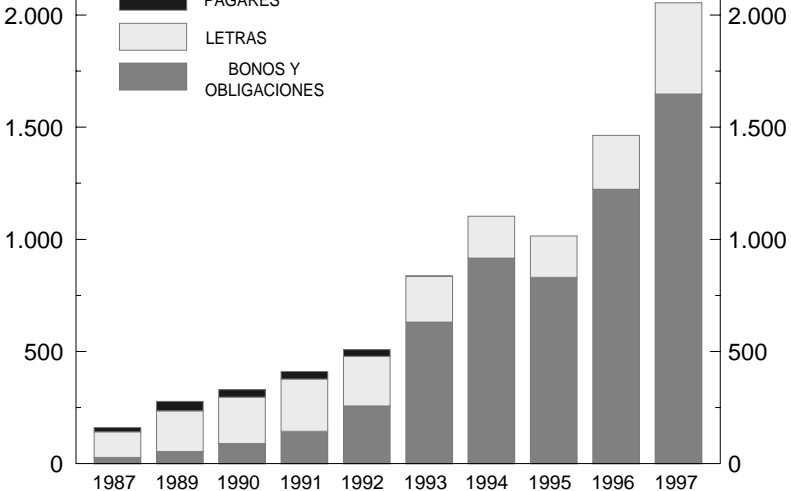
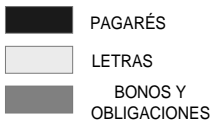


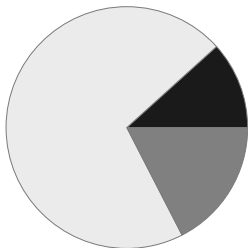
PERÍODO 1987-1997



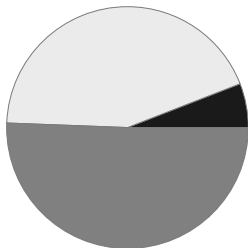
Billones

Billones





1988



1992



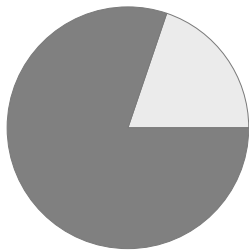
PAGARÉS DEL
TESORO



LETRAS DEL
TESORO

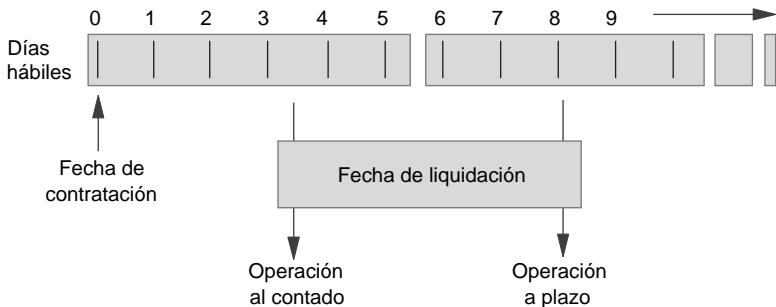


BONOS Y
OBLIGACIONES



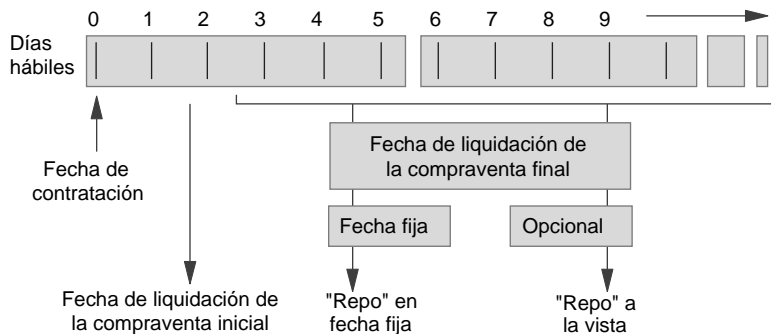
1997

OPERACIONES SIMPLES



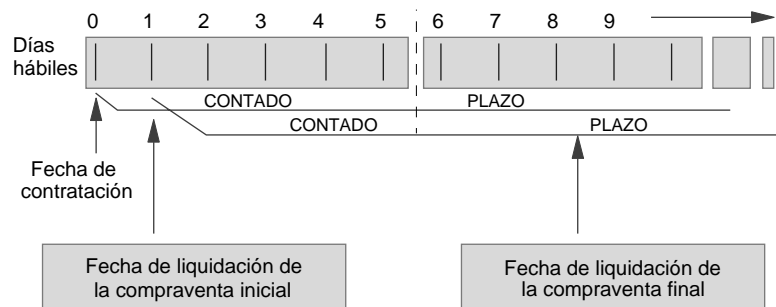
OPERACIONES DOBLES (I)

REPOS



OPERACIONES DOBLES (II)

SIMULTÁNEAS



VOLUMEN NEGOCIADO TOTAL

Nivel 1

ENTRE TITULARES

GESTORAS CON TERCEROS

Nivel 2

Nivel 3

Nivel 4

Escala

100

billones

Nivel 2

OPERACIONES SIMPLES

OPERACIONES DOBLES

Nivel 3

CONTADO

PLAZO

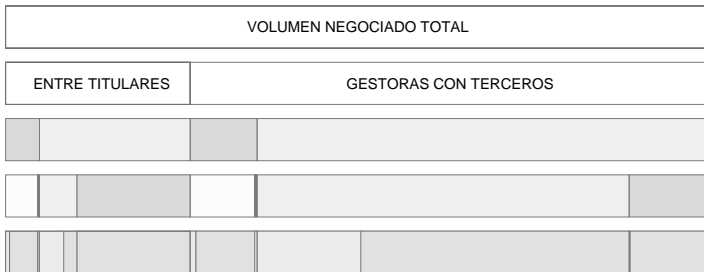
REPO

SIMULTÁNEA

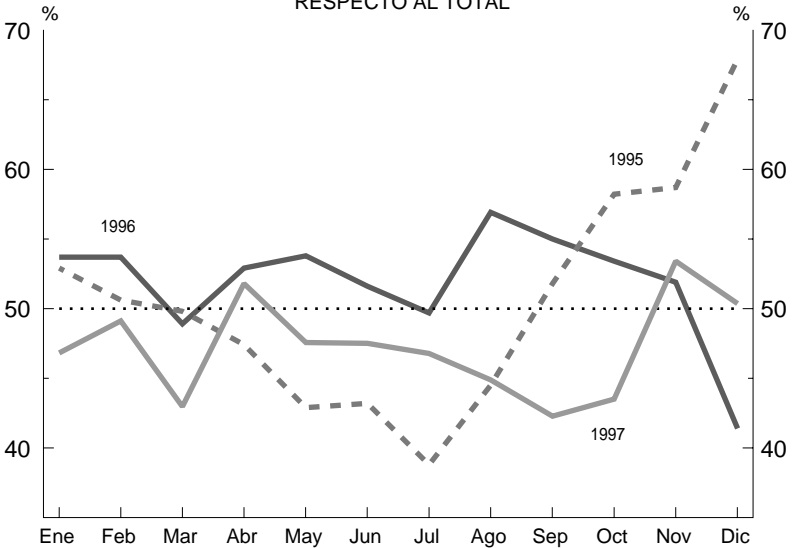
Nivel 4

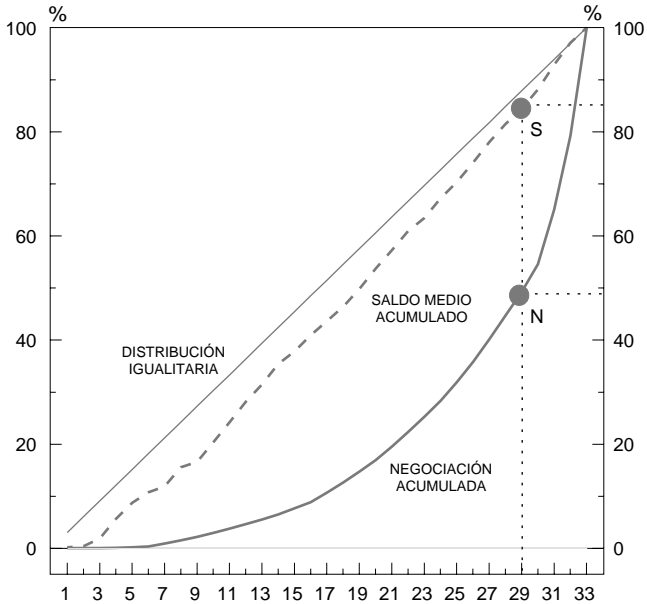
LETRAS DEL TESORO

BONOS Y OBLIGACIONES

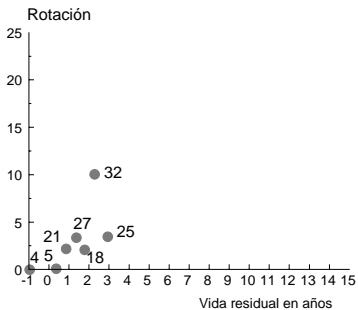


NEGOCIACIÓN EN EL CIEGO RESPECTO AL TOTAL

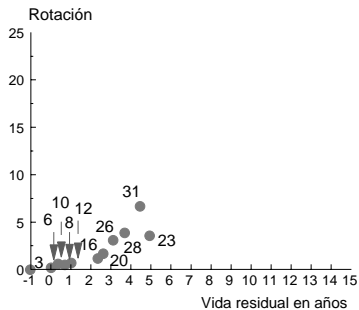




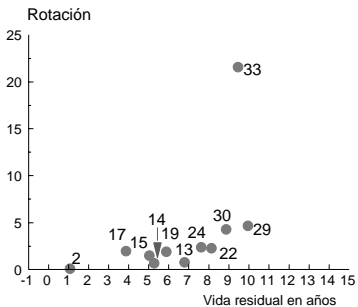
BONOS A TRES AÑOS



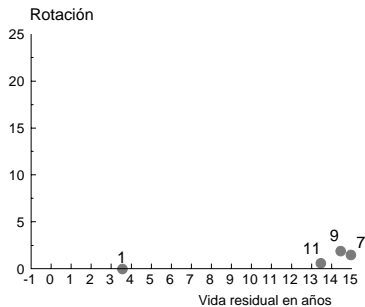
BONOS A CINCO AÑOS



OBLIGACIONES A DIEZ AÑOS



OBLIGACIONES A QUINCE AÑOS



Miles de millones

Miles de millones

