

«NO A LA DISCRIMINACION FISCAL ANTE LA UEM»

Juan Antonio Gisbert García
Director General de la Caja de Ahorros del Mediterráneo

Juan Antonio Gisbert considera que, ante el proceso de armonización fiscal de la Unión Europea, el Tesoro deberá suprimir cualquier trato

discriminatorio entre residentes y no residentes, para evitar prácticas alternativas alejadas de la normal formación de precios.

—¿Cuál es su opinión respecto al actual funcionamiento de los mercados de la deuda pública?

—Desde que, en la segunda mitad de la década de los ochenta, la deuda se pudo materializar en anotaciones en cuenta y se creó la Central de Anotaciones de Deuda Pública, encargada del control y compensación, los mercados de deuda experimentaron un desarrollo espectacular.

Actualmente, podemos sentirnos satisfechos en cuanto a su transparencia y profundidad. Profundidad conseguida tanto por el elevado número de participantes, como por el crecimiento experimentado en las emisiones del Tesoro. Es evidente que el comportamiento del mercado está íntimamente unido a la política de deuda y al creciente protagonismo del Estado en los mercados a medio y largo plazo.

Nos encontramos, por tanto, en un mercado cuya estructura y funcionamiento se aproxima ya a los de los países de nuestro entorno, con un importante incremento de la liquidez.

—¿Considera que los mercados de opciones y futuros están cumpliendo adecuadamente sus funciones?

—Estos instrumentos nacen con el objetivo de cubrir las carteras para preservarlas de movimientos bruscos en los precios. En la medida en que estos productos se distancien del objetivo



para el que fueron diseñados, menos adecuadamente cumplirán sus funciones.

Una de las causas que han contribuido al buen funcionamiento del mercado de deuda es, sin duda, el peso que los mecanismos de cobertura están teniendo en la transformación de los riesgos, siendo básicos para el desarrollo de este mercado.

En la actualidad los mercados de derivados están cumpliendo adecuadamente su función, aun con ciertas rigideces, fruto de la contratación casi en exclusiva de contratos de futuros y con una débil negociación de los contratos de opciones, siendo, no

obstante, preciso introducir nuevos elementos dinamizadores, como son la reducción de comisiones y la aparición de nuevos contratos.

En definitiva, los mercados de derivados son ya una realidad en nuestro sistema financiero, aun estando todavía en fase de consolidación, con importantes incrementos en los volúmenes de negociación, que hacen concebir su futuro con relativo optimismo.

—¿Opina que se está produciendo una competencia importante con el sector privado en la consecución de fondos?

—El trasvase de saldos de acreedores a fondos de Inversión Mobiliaria y Fondos de Inversión se presenta como una alternativa ciertamente competitiva a los

pasivos bancarios, con una intensidad cada vez más creciente.

Desde este posicionamiento, se produce una competencia importante con el sector privado en la consecución de fondos, y muy especialmente en la última época, cuando la situación de la economía llevó a una atonía inversora de dicho sector en comparación con el sector público. Además, la escasez de demanda de crédito solvente también ha sido un factor determinante en las entidades financieras, que han colocado un importante volumen de recursos en deuda pública, tratando de optimizar las variables rentabilidad/riesgo.

«Una de las causas que han contribuido al buen funcionamiento del mercado de deuda es, sin duda, el peso que los mecanismos de cobertura están teniendo en la transformación de los riesgos»

—¿Le parece adecuado el actual tratamiento fiscal de la deuda pública, tanto en lo referente a residentes como a no residentes?

—Entiendo que el tratamiento fiscal dado a la deuda, favorable a los no residentes, está motivado por la necesidad de captación por parte del Tesoro de recursos procedentes de inversores extranjeros, lo que ha supuesto la incorporación de la deuda en pesetas a los mercados internacionales.

No obstante, desde una perspectiva unificadora, y teniendo en cuenta la irrelevancia de las fronteras políticas en las inversiones financieras, así como el proceso de armonización fiscal de la Comunidad Europea, el Tesoro deberá suprimir cualquier efecto discriminatorio, tanto entre residentes y no residentes como frente a los pasivos bancarios, evitando con ello que en el mercado se realicen una serie de prácticas alternativas muy alejadas de la normal formación de los precios.

—¿Considera excesiva la dependencia de nuestro mercado de deuda de los inversores extranjeros?

—Sin la colocación exterior de nuestra deuda, probablemente no fuera posible para el Tesoro la reducción del coste de su endeudamiento, ni la posibilidad de compensar nuestra balanza de pagos, habida cuenta la débil atracción que para el inversor español presenta todavía el endeudamiento a largo plazo. Al mismo tiempo, tampoco se habría conseguido la liquidez, profundidad y evolución positiva de los mercados de derivados, ni el elevado número de partícipes.

Es evidente que, entre sus efectos adversos, la

internacionalización produce una gran dependencia exterior. Sin embargo, la marcada influencia de las perturbaciones exógenas en los mercados de deuda, originadas éstas por amplios movimientos de capitales —consecuencia directa de las variaciones experimentadas por los tipos de interés, especialmente en Estados Unidos—, no debe conducir a suponer que es excesiva la presencia de inversores extranjeros en nuestros mercados de deuda, ya que sin su actuación no podrían funcionar tal y como los concebimos actualmente.

—¿Qué conclusión ha sacado de la nueva crisis que ha sufrido el mercado de deuda?

—En principio, y a modo de resumen, creo que la crisis del mercado de deuda ha puesto de manifiesto determinadas circunstancias que, en todo momento, han estado presentes en este mercado, pero que no siempre han sido tomadas en consideración por parte de sus gestores. Situaciones como las que a continuación se describen se han manifestado en esta crisis mucho más virulentamente que en crisis anteriores:

- La internacionalización de la deuda española, cuya madurez en cuanto a liquidez, volumen y funcionamiento de los mercados derivados, ha propiciado paradójicamente la rápida toma de posiciones vendedoras.

- La relación existente entre los bonos europeos y la política de la Reserva Federal Norteamericana. Es paradójico observar cómo la crisis sorprendió a la práctica totalidad de los inversores europeos convencidos como estábamos de que el corto y medio plazo iban a estar marcados por la evolución a la baja de nuestros tipos de interés y la incipiente recuperación económica, sin ninguna conexión con la evolución de los Estados Unidos.

- La influencia de los *hedge funds* norteamericanos, por la trascendencia de sus decisiones en las cotizaciones de la deuda europea.

- El dominio que los profesionales del *trading* ejercen en los mercados de deuda, cuyas posiciones responden a criterios meramente especulativos sin ningún fundamento financiero.

Sin embargo, personalmente me ha sorprendido la rapidez con que se ha modificado el entorno financiero sin causas aparentemente lógicas y la velocidad con que los mercados respondían a esas variaciones. Nadie, en mi opinión, podía prever una crisis tan profunda y larga en unos momentos en los que la salida de la recesión no parecía permitir la existencia a largo plazo de tipos elevados.

En conclusión, desde mi posición como responsable de una entidad financiera, considero cada vez más patente la necesidad de profundizar en la gestión de los activos y pasivos de las entidades, con el objetivo de limitar el riesgo que suponen las variaciones de los tipos de interés.

—¿Podría haberse evitado o suavizado de alguna manera?

—Posiblemente no, aunque en nuestro país podrían haberse suavizado sus efectos. Así, se tiene el convencimiento de que la crisis en los mercados europeos de deuda se ha debido más a razones coyunturales (debilidad del dólar, apreciación del yen, repunte de los tipos a corto en los Estados Unidos, incertidumbre lógica en un cambio de ciclo económico, etc.), que a razones de fondo, circunstancias que han provocado importantes desplazamientos en las carteras de bonos internacionales.

Sin embargo, el hecho de que la crisis haya sido más intensa en el mercado español que en el resto de mercados similares nos mueve a pensar que en él se dan una serie de especificaciones que conviene analizar:

En primer lugar, y está en la mente de todos, que en el mercado español ha influido extraordinariamente el tratamiento contable de la deuda en las

carteras de las entidades de crédito, que, por su carácter asimétrico, por la penalización que somete a los valores de vida residual corta o media y por la no exclusión en sus exigencias de aquella cartera que se pretende conservar hasta su vencimiento, distorsionaba la formación de los precios en este mercado y contribuía sobremanera a la intensificación de las posiciones vendedoras por temor a las provisiones.

También, a mi juicio, es preciso corregir los diferenciales de tipos con otros mercados, lo que pasa por intensificar el proceso de reforma estructural de la economía, de forma que permita alcanzar el objetivo en lo que a variables de convergencia a la Unión Europea se refiere.

Y, finalmente, creo que deberían redoblar los esfuerzos para conseguir que los mercados sean aún más transparentes y abiertos, para así ofrecer una mayor información, cuidando ante todo de la existencia de un equilibrio adecuado entre creadores e inversores.

«LOS RIESGOS DE LA GESTIÓN DE OPCIONES Y FUTUROS EN UN ENTORNO VOLÁTIL»

Guillermo Ibáñez Calle
Interventor General de la Bilbao Bizkaia Kutxa (BBK)

El satisfactorio funcionamiento del mercado español de deuda se pone de manifiesto en su homologación internacional, dice Guillermo Ibáñez, quien, no obstante, menciona algunos puntos de posible mejora, como el desarrollo de los strips de deuda,

un mejor tratamiento fiscal de algunas operaciones y una mayor profundidad de los mercados para evitar su segmentación. Ibáñez destaca los riesgos de la gestión de opciones y futuros en un entorno de alta volatilidad.

—¿Cuál es su opinión respecto al actual funcionamiento de los mercados de deuda pública?

—Los mercados de deuda pública funcionan razonablemente bien. Tras las últimas reformas y la generalización del sistema de anotaciones en cuenta, los mercados de deuda pública han adquirido una homologación internacional, como lo demuestra el hecho de la presencia masiva del sector no residente dentro de los mismos. Esta homologación internacional es el mejor test indicativo de la confianza depositada en el desarrollo y funcionamiento de los mercados. No obstante, cabría mencionar algunos puntos de posible mejora: *strips* de deuda, mejor tratamiento fiscal en algunas operaciones y una mayor profundidad de los mercados que evite su segmentación.

—¿Considera que los mercados de opciones y futuros están cumpliendo adecuadamente sus funciones?

—En general sí, aunque su desarrollo es incipiente y, en consecuencia, no tiene en algunos casos la profundidad necesaria para cumplir adecuadamente su misión. Un problema adicional consiste en el desconocimiento de determinados agentes y entidades en cuanto a la gestión de los



riesgos financieros, en un entorno de gran volatilidad, acumulándose de esta manera una serie de riesgos importantes que pueden poner en entredicho la liquidez y el sistema de garantías establecido. Así lo ha puesto de manifiesto recientemente un informe del Grupo de los Treinta, que ha alertado sobre los riesgos aparejados a la gestión de instrumentos derivados.

—¿Opina que está produciéndose una competencia importante con el sector privado en la consecución de fondos?

—Por supuesto que sí. Aun cuando puede parecer que el sector privado no es demandante de recursos financieros en épocas de atonía inversora como las actuales, no cabe duda de que la financiación del déficit público a través de los instrumentos de deuda de las administraciones públicas tiene un efecto expulsión sobre la financiación del sector privado (efecto *crowding out*), que tiene implicaciones tanto en los flujos de financiación como en los niveles de los tipos de interés de las economías nacionales.

—¿Le parece adecuado el actual tratamiento fiscal de la deuda pública, tanto en lo que se refiere a residentes como a no residentes?

«El desconocimiento de algunos agentes de los riesgos financieros de los derivados, en un entorno de gran volatilidad, puede poner en entredicho la liquidez y el sistema de garantías establecido»

—En cuanto al sector no residente, el tratamiento fiscal es muy favorable y está homologado internacionalmente, como así lo atestigua la posición importante que mantiene este sector en la financiación del segmento largo de los mercados de deuda. En cuanto al sector residente, el tratamiento fiscal de la deuda pública tiene los mismos defectos que la imposición general sobre los rendimientos del capital en la economía española. Se echa de menos una mayor armonización fiscal entre los países de la UE que contribuya a fortalecer los lazos económicos y que suponga un paso firme en el camino hacia la UEM.

—*¿Considera excesiva la dependencia de nuestro mercado de deuda de los inversores extranjeros?*

—Quizá sea excesiva, pero es incuestionable: cerca del 50 por 100 del conjunto de deuda del Estado a medio y largo plazo está en poder del sector no residente, que ha venido mostrando a lo largo de los últimos años una confianza creciente en los mercados interiores y en el diferencial de los tipos de interés internos en relación con otras alternativas de inversión. Esto forma parte de las reglas actuales del juego y de la intensa internacionalización de las economías europeas y, en concreto, de la economía española. No hay vuelta de hoja en esta materia y, por lo tanto, aunque en algunos casos se pueda considerar excesiva la presencia del sector no residente en el mercado de deuda, esta misma presencia contribuye a ampliar la base de tenedores de títulos del Estado y, por consiguiente, a abaratar la financiación del Tesoro y dotar de mayor profundidad y liquidez a los mercados de deuda pública.

—*¿Qué conclusión ha sacado de la nueva crisis que ha sufrido el mercado de deuda?*

—La crisis que está afectando a los mercados de deuda en 1994 es una crisis muy compleja, en la que se combinan elementos difíciles de explicar. A la debilidad del dólar, incompatible con la posición de la economía americana en el ciclo y con el cambio de política económica de la Reserva Federal realizada el pasado febrero, habría que añadir la agudización de la pendiente positiva de las curvas de tipos de interés, que se ha trasladado de una manera generalizada a toda Europa y que ha culminado en una elevación sustancial de los tipos de interés reales a largo plazo ante el temor a nuevas presiones inflacionistas desatadas con motivo de la recuperación económica. Sobre estos factores internacionales, habrían operado todos aquellos elementos diferenciales que pesan sobre las economías periféricas, y en especial sobre la economía española. La ampliación de los diferenciales con relación al *Bund* alemán ha sido un reflejo del castigo que los mercados están imponiendo a las economías con peores fundamentos y con menor credibilidad antiinflacionista. De esta crisis, la conclusión que se puede extraer es que los mercados financieros internacionales constituyen, hoy en día, una importante limitación para las políticas económicas, que puede llegar a poner en duda los indicios de reactivación económica.

—*¿Podría haberse evitado o suavizado de alguna manera?*

—A lo máximo que puede aspirar una economía periférica, como la economía española, es a reducir sus diferenciales con relación a las economías nucleares y, en concreto, con relación a la economía alemana. La manera de reducir estos diferenciales sería la de ofrecer un mejor balance de los fundamentos económicos y una mayor credibilidad antiinflacionista de la política monetaria y fiscal. La inestabilidad actual de la política económica española, junto con el abultado volumen de déficit público y la persistencia de la inflación, están siendo penalizados de manera creciente por los mercados financieros internacionales.

«UNA APUESTA POR EL SECTOR PRIVADO»

Juan José Toribio Dávila

Secretario General Técnico de La Caixa y Presidente de AIAF

Juan José Toribio lanza una apuesta claramente innovadora para el traslado gradual de la titularidad del mercado de deuda pública desde el ámbito del Banco

de España al sector privado, sin perjuicio de que los poderes públicos establezcan las correspondientes regulaciones.

—¿Cuál es su opinión respecto al actual funcionamiento de los mercados de deuda pública?

—Tengo una opinión claramente favorable sobre el funcionamiento del mercado de deuda que se estableció tras la creación de la Central de Anotaciones del Banco de España. A este respecto, estimo que el RD 505/87, de 3 de abril, marcó un hito histórico, no sólo en cuanto a los fundamentos técnicos del mercado, sino también en lo que se refiere a la actitud de los inversores finales, españoles y extranjeros, frente a la deuda pública de nuestro país, que, hasta entonces, estaba considerada como un activo marginal en el mercado de capitales, sin atractivo para el gran público. Toda esta reforma ha posibilitado una financiación más ortodoxa del déficit presupuestario y —lo que resulta igualmente importante— una instrumentación más precisa de la política monetaria, al facilitar las operaciones de *open market*.

Este juicio globalmente favorable debe, sin embargo, ser matizado con una reflexión sobre la titularidad del mercado. No es frecuente, en efecto, que un banco emisor se constituya —como lo hace el Banco de España— en entidad rectora del mercado de deuda pública. Quizás ello tuvo sentido en su momento, como fórmula para impulsar la *creación* del mercado, pero creo que se debería plantear la posibilidad de que la titularidad del mismo



fuese transferida gradualmente al sector privado, sin perjuicio de que los poderes públicos establezcan las correspondientes regulaciones. Tal es el caso de los restantes mercados de capitales (renta variable, AIAF, intermediarios de renta fija, derivados, etc.), y no se entiende bien por qué el de deuda pública debe constituir una excepción.

—¿Considera que los mercados de opciones y futuros están cumpliendo adecuadamente sus funciones?

—Sin duda alguna. Si no me equivoco, MEFF renta fija (radicado en Barcelona) es hoy el cuarto mercado europeo en cuanto al volumen de contratación, experimentando en 1993 un crecimiento espectacular, y gozando de un prestigio creciente dentro y fuera de nuestro país. Como es conocido, el pasado año superó con éxito la competencia planteada por el mercado de Londres (Liffe) en cuanto a la contratación de futuros del bono nacional español, reteniendo una cuota de mercado tan elevada que obligó a Liffe a abandonar el proyecto.

Pero, a mi juicio, el mayor éxito de MEFF ha sido el haber difundido entre los inversores españoles de renta fija (especialmente los institucionales) la comprensión de la verdadera naturaleza de los derivados financieros, tanto futuros como opciones, disipando el tópico de «mercado especulativo», como erróneamente se le calificó en su aparición, y subrayando el carácter de «seguro» o «cobertura»

que tienen la mayoría de las operaciones que en MEFF se realizan. De esta forma, se han enriquecido extraordinariamente las posibilidades de actuación en el mercado de la deuda pública española.

—¿Opina que está produciéndose una competencia importante con el sector privado en la consecución de los fondos?

—Sin duda alguna. Pero la competencia no procede del hecho de que el mercado de deuda pública y el de sus derivados hayan sido estructurados en la forma en que hoy lo están. Cualquiera que hubiera sido su instrumentación, los mercados de deuda pública constituirían (como hoy) una manifestación del «efecto-expulsión» que el gasto público inevitablemente genera sobre la actividad privada. Es evidente que mientras el déficit del sector público español no se reduzca a cero (y no parece probable que alcancemos tal grado de sensatez en lo que queda de siglo) su financiación continuará gravitando sobre el ahorro interno o exterior, en desigual competencia con el sector privado, cuyas fuentes de financiación resultan, así, relativamente encarecidas. Las viejas pretensiones de soslayar ese inconveniente mediante la financiación del déficit por el banco emisor, lejos de solucionar el problema, lo agravaban aún más, por lo que debe ser bienvenida la nueva Ley de Autonomía del Banco de España que establece la prohibición de tal sistema. Sería, en todo caso, deseable que ese sentido de la ortodoxia fuera también aplicado a la reducción del déficit público, no solamente a su financiación.

«Es evidente que mientras el déficit del sector público español no se reduzca a cero, su financiación continuará gravitando sobre el ahorro interno o exterior, en desigual competencia con el sector privado»

—¿Le parece adecuado el actual tratamiento fiscal de la deuda pública, tanto en lo que se refiere a residentes como a no residentes?

—Puedo entender el propósito que anima al actual privilegio fiscal otorgado a los inversores no residentes, para los cuales, los intereses e incrementos de patrimonio derivados de operaciones con deuda pública no se considerarán obtenidos o producidos en España (por tanto, no sujetos a gravamen) siempre que no operen a través de establecimientos permanentes en nuestro país. Obviamente, se persigue el objetivo de estimular la entrada de capitales extranjeros. Temo, sin embargo, que, como en tantas otras distorsiones legales, la intención del legislador sea mejor que los resultados prácticos obtenidos.

Esa discriminación fiscal a favor de los no resi-

dentos, unida al régimen de libertad de movimientos de capital, hoy afortunadamente en vigor, puede hacer (si no está ocurriendo ya) que una parte importante del ahorro español salga al exterior para volver a incorporarse a nuestros propios mercados como fondos de no residentes. Creo que resultaría más equitativo y menos distorsionador otorgar a los residentes españoles las mismas ventajas fiscales de las que gozan entre nosotros los extranjeros, pero eso, obviamente, forma parte de un problema más general, como es el del rediseño global de nuestro sistema tributario. Tarde o temprano tendremos que acometerlo.

—¿Considera excesiva la dependencia de nuestro mercado de deuda de los inversores extranjeros?

—No, de ninguna manera. Ojalá hubiera más inversores extranjeros en deuda española, porque eso significaría que el ahorro exterior se sentía más atraído por nuestro mercado y que tanto el déficit público como el exterior encontrarían una cobertura más fácil. El endeudamiento total de las administraciones públicas españolas asciende a más de treinta billones de pesetas, y la deuda pública en poder de extranjeros no supera —según datos recientes— los cuatro billones y medio.

Pero, en mi opinión, no se trata sólo de un tema de cifras o porcentajes, sino de comprensión de conceptos. En efecto, tras el temor a la «excesiva» participación de los inversores extranjeros en el mercado financiero español (que algunos expresan) subyace un indebido apego mental a las antiguas estructuras financieras y una falta de comprensión hacia el funcionamiento de los mercados modernos. Hoy, en efecto, no existe ninguna diferencia, legal ni *de facto*, entre lo que españoles y extranjeros pueden hacer con su dinero, de forma que los residentes en nuestro país están capacitados para invertir libremente en el exterior, como los que legalmente residen fuera pueden hacerlo en España. Españoles y extranjeros mueven su dinero con plena libertad, y no creo que sus respectivas actitudes frente a la deuda española, en relación con la de otros países, sean muy distintas, ni que la pretendida «dependencia» de nuestro mercado respecto a unos u otros tengan grandes efectos prácticos. En particular, no me parece que la inversión de los no residentes en deuda española sea necesariamente más inestable que la procedente del ahorro interno. Debemos, por tanto, dejar de prestar tanta atención al origen de los fondos y preocuparnos, en cambio, del alto nivel alcanzado por el endeudamiento público español, próximo a superar la barrera del 60 por 100 del PIB establecida en el tratado de la Unión Monetaria Europea.

—¿Qué conclusión ha sacado de la nueva crisis que ha sufrido el mercado de deuda?

—Que, al generalizarse la expansión económica, se está librando una batalla a nivel mundial por la atracción de capitales procedentes de un ahorro relativamente escaso. En tales circunstancias, se hace imperativo reducir el déficit del sector público y, con él, su apelación al mercado de capitales. De lo contrario, los tipos de interés reales pueden elevarse hasta niveles capaces de yugular la incipiente recuperación que vivimos en España.

—*¿Podría haberse evitado o suavizado de alguna manera?*

—Quizá podría haberse suavizado agilizando la reforma de la Circular 13/1994 del Banco de España en lo relativo a contabilización de las carteras de renta fija de las entidades de crédito, puesto que la necesidad, allí establecida, de valorar dichas carteras a precio de mercado venía introduciendo un sesgo vendedor en los mercados de deuda. Afortunadamente, tal reforma se plasmó, a finales de septiembre, en una nueva circular del Banco Emisor que ha generado más serenidad en los mercados. Más vale tarde que nunca.

«LA FUERTE PRESENCIA EXTRANJERA AUMENTA LA VOLATILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA»

Juan Antonio Ketterer
Subdirector General de MEFF Renta Fija

La importante posición en la deuda pública española de los inversores extranjeros provoca que factores sin relación directa con nuestra economía puedan inducir una corriente vendedora,

normalmente colectiva, por parte de los no residentes, lo que produce una volatilidad adicional de los precios de los bonos y, en consecuencia, de los tipos de interés relevantes, opina Ketterer.

—¿Cuál es su opinión respecto al actual funcionamiento de los mercados de deuda pública?

—El mercado de deuda pública español goza de un alto nivel de eficiencia, especialmente en lo que se refiere a la deuda a medio y largo plazo.

En primer lugar, el Banco de España asegura el buen funcionamiento del mercado por medio de una impecable gestión de la Central de Anotaciones de Deuda. La existencia de esta infraestructura facilita sobremanera la negociación.

Paralelamente, es necesario dar el crédito pertinente a los *creadores de mercado* y al conjunto de intermediarios que fundamentan las bases de funcionamiento del mercado. En torno a ellos se articula la liquidez y la formación eficiente de los precios.

Finalmente, la Dirección General del Tesoro, con una política de emisión de títulos consistente, ha contribuido a consolidar el mercado en el segmento de diez años. Esto posibilita que el mercado español de deuda esté «homologado» con los mercados de los principales países de la Comunidad.

—¿Considera que los mercados de opciones y futuros están cumpliendo adecuadamente sus funciones?

—En mi opinión, los mercados de futuros y op-



ciones han tenido un impacto incuestionablemente positivo en el desarrollo del mercado de deuda. En este sentido, están cumpliendo adecuadamente con su función principal.

Los futuros y las opciones se presentan como instrumentos de cobertura contra el riesgo de cambios inesperados de los tipos de interés. Este tipo de instrumentos financieros permite a los inversores la toma de posición en deuda pública sin que tengan que asumir todo el riesgo derivado de la volatilidad de los tipos de interés. De esta manera, facilitan una mayor participación en el mercado de deuda, en cuanto los inversores lo perciben con un menor nivel de riesgo.

Además de la dimensión de gestión del riesgo de tipos de interés, los futuros y las opciones permiten eliminar casi por completo el riesgo de liquidez del mercado de deuda subyacente. La posibilidad de comprar o vender deuda de manera sintética a través de futuros y opciones dota a estos instrumentos de un atractivo adicional.

Prueba de la aceptación y del valor añadido de los futuros y opciones la constituye el espectacular desarrollo experimentado por estos mercados. Las estadísticas así lo demuestran, ya que se ha pasado de una negociación de veinte billones de pesetas en 1992 a un volumen de sesenta billones de pesetas sólo en el primer trimestre de 1994.

—¿Opina que está produciéndose una competencia importante con el sector privado en la consecución de fondos?

—Dado que en un momento del tiempo existe una cantidad finita de ahorro, el sector público y el sector privado deben forzosamente competir para captarlo. Esta competencia tiene lugar en el terreno de los tipos de interés, es decir, a nivel de la remuneración que cada uno de los sectores es capaz de ofrecer al inversor prospectivo. Típicamente, en un período de altos tipos de interés y con tasas impositivas marginales altas (como en el caso de nuestro país), el ahorro privado se deriva mayoritariamente hacia la deuda pública en detrimento de la inversión privada.

—¿Le parece adecuado el actual tratamiento fiscal de la deuda pública, tanto en lo que se refiere a residentes como a no residentes?

—Las asimetrías fiscales que en estos momentos sufren los mercados de deuda están produciendo algunas distorsiones que en nada contribuyen a la eficiencia asignativa de los recursos de inversión. La exención de la retención únicamente para los no residentes da lugar a operaciones artificiales, como por ejemplo el lavado de cupón. Este tipo de consecuencias son, en cualquier caso, esperables y de carácter menor.

La distorsión más importante de la asimetría fiscal entre residentes y no residentes consiste en la clara preferencia del capital no residente por la deuda pública, en detrimento de la inversión privada.

«La Dirección General del Tesoro, con una política de emisión de títulos consistente, ha contribuido a consolidar el mercado en el segmento de diez años, lo que posibilita que el mercado español de deuda esté "homologado" con los mercados de los principales países»

—¿Considera excesiva la dependencia de nuestro mercado de deuda de los inversores extranjeros?

—El porcentaje de deuda pública en manos de no residentes es, ciertamente, alto. Independientemente de lo que esto nos dice sobre el endeudamiento del Estado y la capacidad de generación de ahorro doméstico, también tiene una implicación importante para el funcionamiento del mercado.

En las condiciones actuales, el mercado de deuda pública española ya no obedece únicamente, ni tan siquiera principalmente, a los fundamentos de la economía española. Las compras y las ventas de

deuda por parte de inversores no residentes pueden obedecer a una multiplicidad de razones más o menos relacionadas con la evolución de la economía doméstica. Factores sin relación directa con nuestra economía pueden inducir a una corriente vendedora, normalmente colectiva, por parte de los no residentes. Este fenómeno induce una volatilidad adicional de los precios de los bonos y, en consecuencia, de los tipos de interés relevantes. El consiguiente impacto sobre la predicción y capacidad de control de las variables macroeconómicas domésticas es, probablemente, negativo.

—¿Qué conclusión ha sacado de la nueva crisis que ha sufrido el mercado de deuda?

—El último episodio de la crisis del mercado de deuda ha sido el resultado del recrudecimiento de tensiones estructurales subyacentes, exacerbadas por factores de carácter coyuntural.

El endeudamiento endémico de los estados europeos representa una hipoteca sobre el proyecto de Unión Monetaria. Este es precisamente el componente que los mercados castigan incrementando los rendimientos de las deudas a largo plazo. Los recientes episodios de Suecia e Italia ejemplifican vívidamente la dinámica implacable de los mercados.

Un simple ejercicio de análisis de oferta y demanda revela que si el activo objeto de intercambio se deteriora y/o su oferta aumenta, el precio, necesariamente, debe disminuir. En el caso de la deuda, la disminución del precio resulta en un aumento de la rentabilidad.

El aumento de la oferta de deuda está garantizado por la declarada voluntad de los gobiernos de incrementar el déficit público. No se trata de que el mercado esté adivinando, sino de que los gobiernos han expresado programáticamente su voluntad de incurrir en déficit en el año 1995.

El deterioro de la calidad del activo es un proceso endógeno generado por la misma volatilidad de los tipos de interés, así como por la alta sustituibilidad de los diferentes papeles derivada de la componente internacional de la demanda final de las deudas.

En nuestro país, el impacto de los factores señalados se ve agravado por los avatares políticos de todos conocidos. Prueba de que las idiosincrasias nacionales son especialmente castigadas por el mercado lo es la considerable ampliación del diferencial *bono-bund*, el cual ha pasado de 200 a 400 puntos básicos.

—¿Podría haberse evitado o suavizado de alguna manera?

—Probablemente, a la vista de las repetidas instancias de crisis en los mercados de deuda, sólo queda reconocer una solución. Los mercados deben adquirir la plena confianza de que la fase ascen-

dente del ciclo que, según todo parece indicar, se aproxima, será aprovechada por los gobiernos para aliviar sus endeudamientos. Entendiendo que esto se llevará a cabo recortando drásticamente el gasto público. De otra manera, las tensiones inflacionarias, agravadas por el sector estatal, irán minando el camino de una estabilización de los tipos de interés a niveles «razonables».

Todas las soluciones a corto plazo no hacen sino alimentar una dinámica explosiva que erupciona, cada vez con mayor frecuencia, dando lugar a las llamadas «crisis». Unas veces son de tipos de interés, otras de tipos de cambio. Pero no son más que las dos caras de una misma moneda: el endeudamiento contra recursos futuros, cuya materialización es cada vez más discutible.

«LAS DIFERENCIAS ENTRE LA FINANCIACION DEL SECTOR PUBLICO Y EL SECTOR PRIVADO»

Emilio Ontiveros Baeza

Consejero Delegado de Analistas Financieros Internacionales

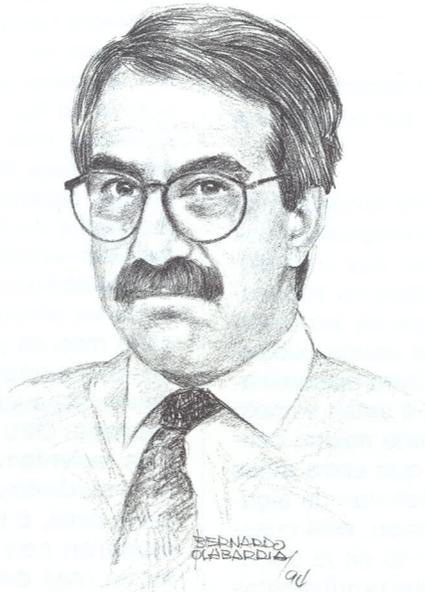
*La competencia por la captación de financiación entre el sector público y el sector privado, aun siendo evidente, hay que considerarla en términos relativos, señala **Ontiveros**, teniendo en cuenta*

que el saldo vivo de emisiones de empresas no financieras apenas supone el 10 por 100 del correspondiente al conjunto de las administraciones públicas.

—¿Cuál es su opinión respecto al actual funcionamiento de los mercados de deuda pública?

—El mercado de deuda pública española ha experimentado en los últimos años un gran dinamismo. En el desarrollo del mismo ha jugado un papel fundamental la Central de Anotaciones en Cuenta gestionada por el Banco de España, que, desde su entrada en funcionamiento en abril de 1987, ha dotado de una estructura y un soporte básicos a dicho mercado, haciendo perfectamente equiparable el funcionamiento del mercado de deuda española al de los principales mercados de deuda internacionales. Los elevados volúmenes de negociación, que se han ido incrementado de forma notable en estos años, y la creciente presencia de los inversores extranjeros avalan el éxito del mercado de deuda pública española. Estos factores han contribuido también al desarrollo de otros mercados estrechamente relacionados con el de deuda pública, como los de futuros y opciones. Incluso el primero, el de futuros, está rebasando en dinamismo —en los últimos meses, de una forma espectacular— al propio mercado secundario de deuda pública.

—¿Considera que los mercados de opciones y futuros están cumpliendo adecuadamente sus funciones?



—Aunque el alcance de la utilidad de los futuros y opciones en los mercados financieros es difícil de delimitar, es innegable que su espectacular desarrollo durante los últimos años ha permitido a *hedgers*, arbitrajistas y especuladores, contar con instrumentos de inmensa flexibilidad y creciente liquidez en la consecución de sus objetivos. No cabe duda de que el mercado de futuros ha provisto a gestores y tesoreros de una herramienta de cobertura de especial utilidad, sobre todo, en contextos, como el actual, de convulsión en los mercados financieros. Este escenario no ha sido desaprovechado por agentes especu-

ladores que, con su creciente presencia, han llevado a autoridades monetarias de diversos países a plantear la necesidad de un mayor control sobre este tipo de instrumentos. Con todo, el papel del mercado de futuros y opciones en la cobertura de las carteras de deuda pública está teniendo una importancia creciente, si bien en algunos casos dichas coberturas derivan de, o tienen como trasfondo, operaciones puramente especulativas.

—¿Opina que está produciéndose una competencia importante con el sector privado en la consecución de fondos?

—Dicha competencia, aun siendo evidente, hay que considerarla en términos relativos, ya que es

muy diferente la presencia en el mercado de las administraciones públicas de la que tiene el sector privado. Así, el saldo vivo de deuda del conjunto de las administraciones públicas superaba los 27 billones de pesetas al cierre de 1993, mientras que el correspondiente a las obligaciones emitidas por empresas no financieras apenas alcanzaba un 10 por 100 de ese volumen. Lógicamente, es el Estado el que mayores necesidades de financiación tiene y, por tanto, al que le corresponde casi la totalidad de la deuda pública viva (cerca de un 97 por 100). Es necesario destacar, no obstante, el aumento progresivo de la presencia de las comunidades autónomas en los mercados financieros: si bien el saldo vivo de deuda de las comunidades alcanzaba algo más de 700.000 millones de pesetas a finales de 1993, tan sólo dos años antes era apenas la mitad de este volumen.

«Es necesario destacar el aumento progresivo de la presencia de las comunidades autónomas en los mercados financieros»

—¿Le parece adecuado el actual tratamiento fiscal de la deuda pública, tanto en lo que se refiere a residentes como a no residentes?

—La exención de tributación de los rendimientos obtenidos por los no residentes —exceptuando los residentes en paraísos fiscales— en sus inversiones en deuda pública española, si bien ha supuesto un fuerte incentivo para la entrada de los inversores extranjeros en el mercado de deuda pública española desde 1991, supone una clara discriminación respecto a la tributación a la que están sometidos los inversores residentes por este mismo concepto. Bien es cierto, no obstante, que entre estos últimos los fondos de inversiones disfrutaban de algunas ventajas fiscales. En cualquier caso, esta cuestión se debería inscribir en el contexto de la discusión sobre el tratamiento fiscal de los rendimientos del capital mobiliario, polémica presente en el seno de la Unión Europea, más concretamente en las negociaciones sobre coordinación de las políticas fiscales entre los países miembros.

—¿Considera excesiva la dependencia de nuestro mercado de deuda de los inversores extranjeros?

—El volumen de deuda pública española del que disponen en este momento el conjunto de inversores no residentes supone en torno a un 16 por 100 del saldo vivo de deuda negociable, porcentaje similar al que mantienen los inversores extranjeros en los principales países de nuestro entorno. Sin embargo, esta cifra encubre el hecho de que los no residentes se encuentran posicionados

mayoritariamente en el mercado de deuda del Estado a medio y largo plazo, de cuyo saldo vivo disponen en estos momentos de cerca de un 50 por 100. Este porcentaje da una idea clara de la hegemonía de los inversores extranjeros en el mercado de deuda español y, también, de la internacionalización de este mercado. Ello supone una mayor dependencia de lo que ocurre en los principales mercados de deuda de nuestro entorno. No hay que dejar de reconocer, sin embargo, que las elevadas inversiones de los no residentes en el mercado de deuda español han puesto de manifiesto las grandes posibilidades de canalizar una gran parte del ahorro a largo plazo a través de los fondos de inversión y los de pensiones, que en los últimos años han registrado un desarrollo muy importante.

—¿Qué conclusión ha sacado de la nueva crisis que ha sufrido el mercado de deuda?

—La crisis por la que todavía atraviesa el mercado de deuda tiene un carácter internacional, pero, al mismo tiempo, presenta algunos elementos diferenciales de carácter doméstico en el caso español. El detonante de esta crisis fue el inicio de la subida de tipos oficiales en Estados Unidos a principios del mes de febrero, que incidió en la tendencia a la baja de los precios de la deuda estadounidense, repercutiendo en el mismo sentido en los mercados de deuda europeos. Uno de los elementos diferenciales del mercado español se centró en la inestabilidad política que tuvo lugar en el contexto de las elecciones europeas celebradas en el pasado mes de junio, lo que provocó una ampliación de diferencias entre las rentabilidades de la deuda española y las correspondientes a la deuda alemana. Otro hecho fundamental que ha marcado más recientemente la crisis de la deuda fue la subida a mediados de agosto de tipos oficiales en Suecia e Italia, a la cual los mercados de deuda reaccionaron con fuertes caídas de los precios, de forma más destacada en los mercados europeos periféricos, entre ellos el español. Con este nuevo movimiento al alza de los tipos a largo plazo, se pusieron de manifiesto los temores inflacionistas subyacentes en las expectativas del mercado, ligados a la constatación, cada vez más evidente, del término de la recesión de las economías europeas. Por tanto, una de las principales conclusiones que podemos extraer de esta crisis es que, si bien los mercados tienen cierto sesgo a sobrereaccionar, las expectativas de los mismos, por lo que suponen de anticipo de lo que puede suceder en el futuro, son un factor a tener en consideración, ya que sus efectos sobre la economía real son cada vez más inmediatos.

—¿Podría haberse evitado o suavizado de alguna manera?

—Desde el punto de vista interno, ha habido un factor que ha contribuido a la profundización de la crisis de la deuda: el saneamiento trimestral de las carteras de las entidades financieras. Según la normativa contable del Banco de España, hasta ahora vigente, las entidades tienen que dotar trimestralmente provisiones por las minusvalías que tengan en sus carteras de renta fija. Lógicamente, la crisis

del mercado de deuda ha provocado importantes pérdidas en las carteras de las entidades. La modificación de esta normativa contable, que el Banco de España está ultimando en estos momentos, favorecerá una mejora significativa en el mercado de deuda español, aunque todavía se verá influido por la continuidad de la crisis en los mercados europeos en general.

«LA AGILIZACION DEL SISTEMA DE DEVOLUCION DE LAS RETENCIONES FISCALES EN LA DEUDA PUBLICA»

Raimundo Ortega

Presidente del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores

Raimundo Ortega plantea algunas medidas para agilizar la devolución de las retenciones fiscales de la deuda pública a los inversores institucionales: para los residentes, la introducción de los strips, que permiten negociar por

separado el principal y el cupón del bono o la obligación y, para los no residentes, la identificación con una clave especial en la Central de Anotaciones, de tal forma que la retención no llegara a producirse.

—¿Cuál es su opinión respecto al actual funcionamiento de los mercados de deuda pública?

—En términos generales, el mercado de deuda pública funciona eficientemente, y ello tanto en sus variantes de contado como a plazo. Los volúmenes contratados son muy elevados, el número de agentes que intervienen, más que suficiente, las horquillas de precios, razonablemente estrechas y la liquidez, inmediata. El resultado final, en mi opinión, es que todo ello garantiza una gran transparencia.

Existen, no obstante, dos inconvenientes de peso. En primer lugar, su fuerte dependencia de la actuación y decisiones de los inversores no residentes; de otro lado, la extremada correlación con los mercados exteriores y, en particular, con el del bono alemán. A ello se añaden algunos defectos menores, propios de los mercados de *swaps* y de opciones.

Los acontecimientos políticos de finales de abril y principios de mayo han sido muestra más que suficiente de la primera afirmación, con ventas que han superado los 800.000 millones de pesetas y fluctuaciones pronunciadas en precios y rentabilidades. Respecto a la segunda cuestión, me gustaría que nuestro mercado fuese menos mimético respecto a lo que sucede allende nuestras fronte-



ras, pues no siempre las decisiones del Bundesbank tienen la importancia que nuestros operadores les atribuyen.

He de añadir que todavía las opciones son caras —a veces hasta dos puntos porcentuales— y poco líquidas, y el mercado de *swaps* está en manos de unos cuantos agentes, con los consiguientes peligros que ello comporta.

—¿Considera que los mercados de opciones y futuros están cumpliendo adecuadamente sus funciones?

—Periódicamente se pone de moda reflexionar sobre los peligros inherentes a los mercados de productos deriva-

dos; esas preocupaciones se acrecientan, habitualmente, en situaciones de incertidumbre como las vividas en el inicio de esta primavera, precisamente cuando se ha revelado con más fuerza la utilidad de los mercados de derivados.

Pues bien, yo creo que los mercados de futuros y de opciones están cumpliendo adecuadamente sus funciones, lo cual no es óbice para que las cumplan mejor. La teoría nos propone como modelo los mercados perfectos, mercados que son un paradigma al cual los existentes sólo pueden aproximarse. Pero en la medida en la cual los productos derivados ayudan a mejorar nuestra información —que es la base en que se asienta un mercado

perfecto—, están cooperando con los mercados de activos subyacentes —en este caso, los de deuda pública— a comportarse como mercados perfectos. Esa, creo, es la clave de su éxito. Y éxito es lo que han tenido. Repárese en que durante el primer trimestre de 1994 se han negociado 4.614.291 contratos de futuros y opciones sobre deuda a 10 años, y que la liquidez de dicho contrato en ese mercado fue tal que, por ejemplo, en el mes de marzo último su volumen en pesetas superó en más de dos veces y media la negociación en el mercado de contado de esa misma deuda.

«Existen dos inconvenientes de peso en el mercado de deuda pública: su fuerte dependencia de la actuación y decisiones de los no residentes y la extrema correlación con los mercados exteriores, en particular con el bono alemán»

Resulta, pues, evidente, que los mercados de derivados funcionan y ofrecen una cobertura o posibilidades de gestión del riesgo de interés muy apreciadas, fundamentalmente, por los inversores institucionales, al tiempo que en momentos de gran volatilidad suministran a los arbitrajistas un instrumento eficaz, habida cuenta de su elevada liquidez.

—¿Opina que está produciéndose una competencia importante con el sector privado en la consecución de fondos?

—Yo creo que la naturaleza de esa competencia ha cambiado un tanto. No se trata de negar que el sector público —y no se olvide que, además del Tesoro, las comunidades autónomas están recurriendo cada vez más a los mercados de fondos prestables— sigue acaparando una proporción muy elevada del mercado de fondos prestables; a lo que me refiero es a que la evolución a la baja de los tipos de interés ha dado lugar a un fenómeno interesante que, en cierto modo, palía esa «competencia» a la cual se hace referencia. Me explico.

Hoy en día los bancos y cajas están dispuestos a prestar a las potenciales empresas demandantes de créditos a MIBOR + 0,20/0,40. Esto hace poco atractivo para las empresas emitir deuda, al menos por el momento. Y es que, sin tener en cuenta los costes de cualquier emisión, difícilmente van a poder encontrar fondos en los mercados de capitales a MIBOR + 0,30. Se podrá argumentar, y con razón, que se trata de una financiación a corto frente a recursos captados a medio y largo plazo, pero de momento la percepción entre las empresas se resume en la esperanza de continuidad en los tipos de interés, al menos a corto.

—¿Le parece adecuado el actual tratamiento fiscal de la deuda pública, tanto en lo que se refiere a residentes como a no residentes?

—Diría, para comenzar, que el tratamiento fiscal viene forzado por la existencia de un déficit público tan elevado que impide imaginar, me temo que por mucho tiempo, la posibilidad de eliminar la retención del 25 por 100. Dicho esto, debemos analizar los problemas prácticos derivados de la devolución de las retenciones.

Como es sabido, el problema se plantea con especial agudeza en el caso de los inversores institucionales, que, al soportar un impuesto reducido del 1 por 100, tienen derecho a la devolución de impuestos, y Hacienda, según las informaciones que me llegan, puede tardar hasta dos años y medio en devolver esos impuestos, obteniendo así una financiación muy barata. Por otro lado, está el problema del llamado «lavado de cupón», que equivale a compartir el lucro cesante, a costa de Hacienda, con el comprador. El resultado final de estas comedias es un volumen de negocio ficticio y el hecho de que parte significativa de los cupones pagados sean recibidos por no residentes, a los cuales Hacienda sí devuelve en plazo breve.

Es evidente que no debe prolongarse más una situación tan absurda, y para ello conviene agilizar el sistema con dos medidas relativamente sencillas:

a) Para residentes. Introducir los denominados *strips*, que permiten vender separadamente nuda propiedad y usufructo, de tal forma que los fondos de inversión puedan comprar la deuda pública con un esquema similar al «cupón cero», mientras que los rentistas compran los cupones.

b) Para no residentes. Se identificarían con una clave especial en la Central de Anotaciones, de tal forma que la retención ni siquiera llegara a producirse, evitándose, por lo tanto, el coste y engorro del actual procedimiento administrativo de retención y devolución.

—¿Considera excesiva la dependencia de nuestro mercado de deuda de los inversores extranjeros?

—Creo que a esta pregunta he respondido al comentar la primera de las cuestiones planteadas, y mi respuesta es sí.

Comprendo las ventajas que supone la diversificación de las tenencias de deuda, y en tal sentido lo conseguido puede calificarse como un éxito. Ahora bien, tener aproximadamente el 17 por 100 de la deuda viva del Estado en manos de inversores no residentes trae consigo peligros de los que todos, empezando por el propio Tesoro, debemos ser conscientes. Existe, por tanto, aquí un problema para la política de manejo de la deuda.

—*¿Qué conclusión ha sacado de la nueva crisis que ha sufrido el mercado de deuda?*

—Los mercados no dejan de responder, con mayor o menor fortuna y rapidez, a la evolución básica de la economía en que se sitúan y la de los países de su entorno.

Durante la última parte del verano, los mercados de renta fija, y el de deuda de forma muy especial, han vivido los temores de una elevación de los tipos de interés americanos, que, sin embargo, fuese insuficiente para detener la depreciación del dólar. Por otro lado, se han ido complicando las posibilidades de un descenso de los tipos en Europa —véanse los casos de Italia y Reino Unido—, y hoy es el día en que todavía no está claro si el Bundesbank tiene algún margen para decidir un nuevo recorte de sus tipos.

Por otro lado, en la escena nacional, el panorama no es muy brillante, a pesar de las esperanzadoras noticias sobre la recuperación económica y del empleo. Para empezar, la inflación no cede, el

rigor de los Presupuestos del Estado para 1995 se debilita cada semana que transcurre y el clima político sigue sin recomponerse y sin que el gobierno se decida a adoptar las iniciativas que el mercado considera signos necesarios para confiar en el futuro. El mejor resumen es la evolución del diferencial entre la rentabilidad exigida a un título de deuda alemán a largo plazo y el demandado para nuestra deuda: no cesa de ampliarse. La triste conclusión que el mercado ha sacado es que estamos en la tercera división europea, con Italia y Suecia como ilustres compañeros.

—*¿Podría haberse evitado o suavizado de alguna manera?*

—Creo que la respuesta a esta pregunta se encuentra en la dada a la anterior cuestión, y es sí: con la adecuada política económica, ya que, desgraciadamente, para convencer a los mercados, a diferencia de a los electores, hace falta algo más que anunciar el cambio del cambio.

«CIERTO GRADO DE MODERNIDAD»

Javier Zoido

Director General de Ahorro Corporación

Javier Zoido, Director General de Ahorro Corporación, se muestra satisfecho del funcionamiento del mercado de deuda pública y de derivados, del alto grado de liberalidad y de la modernidad que le confiere su estructura. El único inconveniente expresado es la necesidad

de aumentar la liquidez de algunos contratos de opciones y futuros, en especial los contratos de divisas, muy necesarios para los fondos de inversión. Destaca Zoido que la asimetría entre el tratamiento fiscal a residentes y no residentes hace que no se consiga el objetivo inicial de la recaudación.

—¿Cuál es su opinión respecto al actual funcionamiento de los mercados de deuda pública?

—Considero que, en los momentos actuales, el mercado de deuda pública ha alcanzado un grado de liquidez y profundidad que permite catalogarlo como de muy eficiente.

Los factores que han posibilitado esta situación se corresponden tanto con aspectos de organización e instrumentación de las operaciones, como con los de estructura institucional del propio mercado. Entre los primeros, conviene destacar el elevado porcentaje de deuda, casi el 100 por 100, representada en anotaciones en cuenta y el buen funcionamiento de las fases de liquidación y compensación, en las que, con una organización eficaz, el Banco de España ha favorecido la confianza y la seguridad en nuestro mercado que, en términos de niveles de relaciones comparativas, se ha situado en los primeros puestos de los europeos en los últimos años. En su configuración estructural, de otra parte, el sistema en el que se asienta nuestro mercado de deuda, está caracterizado por un alto grado de liberalidad, que permite la asunción de la confianza en el mismo por parte de los inversores residentes y no residentes, y posibilita la coexisten-



cia de intermediarios financieros, *brokers, brokers-dealers* y otras figuras que, en cierto modo, le asignan un cierto grado de modernidad y, lo que es más positivo, permiten el fomento de la liquidez y la profundidad en la negociación de los activos.

—¿Considera que los mercados de opciones y futuros están cumpliendo adecuadamente sus funciones?

—Los mercados de opciones y futuros están cumpliendo adecuadamente su función, ya que son especialmente líquidos y económicos, con comisiones bajas y diferenciales entre oferta y demanda bastante cerrados. El mercado de tardes, en el que se cruzan aplicaciones fuera de hora para entrarlas en el sistema al día siguiente, es un excelente complemento al mercado electrónico, cubriendo unas horas relevantes que, aparte de llenar más el día, coinciden con los momentos más activos del mercado americano, que puede influir bastante sobre los europeos.

Como mejoras deseables, se podría mencionar la liquidez de varios contratos, muy necesarios en el mercado, pero poco operativos. En primer lugar, los contratos de divisa, que se dieron de baja por