

LA DEUDA DEL ESTADO: DE LA PESETA AL EURO

Jaime García-Legaz Ponce(*)

1. INTRODUCCIÓN

En pocas semanas, el euro va a convertirse en la nueva unidad de cuenta del sistema monetario español, de forma simultánea con los restantes once Estados Miembros que participan en la moneda única.

Se inicia, así, la tercera y última fase de la Unión Monetaria Europea (UME), cumpliéndose el escenario definido en el Consejo Europeo de Madrid de diciembre de 1995.

El 1 de enero de 1999 comenzarán a materializarse las medidas que definen un verdadero sistema financiero único en el "área euro". Una de ellas será la obligación asumida por los Tesoros de los 11 países del "área euro" de denominar en euros las emisiones de deuda negociable doméstica que se pongan en circulación a partir de dicha fecha y que hasta entonces vinieran emitiendo denominada en su respectiva moneda nacional. En consecuencia, a partir del próximo 1 de enero el Tesoro español dejará de emitir en pesetas y comenzará a emitir valores denominados en euros.

Además, en esa misma fecha toda la Deuda del Estado anotada será redenominada a euros, de forma simultánea con los Tesoros de los citados 11 países del "área euro".

Es, por tanto, muy probable que para un colectivo amplio de españoles el primer contacto directo con el euro tenga lugar a través de sus tenencias de Deuda del Estado.

Estas líneas pretenden explicar brevemente el procedimiento mediante el cual la Deuda del Estado registrada en la Central de Anotaciones se redenominará a euros.

2. ¿EN QUÉ CONSISTE LA REDENOMINACIÓN DE LA DEUDA?

La redenominación puede definirse en el marco del Reglamento 974/98, del Consejo, de 3 de mayo de 1998, sobre la introducción del euro (DO nº L 139, de 11.5.98) –o "Segundo Reglamento del euro"(1)– como el cambio de unidad en la que está denominado el *stock* de deuda en circulación en virtud del cual cada unidad monetaria nacional queda sustituida como unidad de denominación por el euro(2).

En el mercado español, la redenominación conlleva establecer el euro como unidad de cuenta a efectos de denominación de los valores representativos de la Deuda del Estado en circulación en sustitución de la peseta(3). Es decir, los valores representativos de la Deuda del Estado denominados en pesetas se convertirán en valores denominados en euros. Ahora bien, es importante subrayar que la redenominación es un simple cambio de la unidad de denominación que no altera en modo alguno cualquier otra cláusula o condición de la deuda.

3. ¿POR QUÉ EL TESORO VA A REDENOMINAR A EUROS SU DEUDA EL 1 DE ENERO DE 1999?

Podría plantearse la posibilidad de que el Tesoro mantuviese el *stock* de Deuda del Estado en circulación a 31 de diciembre de 1998 denominado en pesetas durante el período transitorio. Una vez finalizado éste, y en virtud del "Segundo Reglamento del euro", el 1 de enero del 2002 la Deuda quedaría automáticamente redenominada a euros, siendo de aplicación al efecto el tipo de cambio bilateral irrevocable frente al euro que se fije para la peseta el 1 de enero de 1999 (o tipo de conversión peseta-euro) y las reglas de redondeo conteni-

das en el Reglamento 1103/97, del Consejo, de 17 de junio de 1997, sobre determinadas disposiciones relativas a la introducción del euro (DO nº L 162 de 19.6.97) –o "Primer Reglamento del euro"–.

Sin embargo, la "no-redenominación" ha sido desechada por el Tesoro por varias razones:

—Si a pesar del carácter irrevocable del tipo de conversión de pesetas a euros el mercado considerara diferentes dos bonos emitidos por el Tesoro con idénticas condiciones financieras y fiscales y el mismo vencimiento por estar denominados en monedas distintas (uno, en pesetas y otro, en euros), mantener una parte del *stock* de Deuda del Estado denominada en pesetas y otra parte denominada en euros entrañaría segmentar el mercado, con la consiguiente pérdida de liquidez para cada uno de los segmentos. La redenominación evitaría este problema.

—La redenominación potenciará de forma decisiva e instantánea la liquidez en el mercado secundario de la Deuda del Estado denominada en euros.

—La redenominación reforzará, aún más si cabe, la credibilidad del proceso de transición al euro, no ya solamente en el ámbito de los mercados monetarios y de capitales sino también sobre los agentes económicos en su conjunto.

La opción elegida ha sido, en consecuencia, la de redenominar a euros el *stock* de Deuda del Estado anotado en la Central.

4. ¿CUÁNDO REDENOMINAR LA DEUDA?

A partir del 1 de enero de 1999 los mercados monetarios y de capitales europeos dejarán de tomar como referencia básica las monedas nacionales para sustituirla por el euro. El ya mencionado problema potencial de segmentación del mercado secundario de Deuda del Estado en pesetas y euros, así como los condicionantes competitivos impuestos por otros países comunitarios que decidieron en su momento redenominar sus *stocks* de deuda tan pronto como entre en vigor la Tercera Fase de la Unión Monetaria aconsejan proceder a re-

denominar a euros el *stock* de Deuda del Estado desde el inicio de la tercera fase de la Unión Monetaria. Redenominar después de esa fecha situaría en desventaja a la Deuda española en pesetas respecto de aquellos valores de otros países cuya deuda haya sido ya redenominada, puesto que los valores denominados en euros serán más atractivos que los que permanezcan denominados en pesetas.

5. ¿QUÉ MÉTODO APLICAR PARA REDENOMINAR LA DEUDA?

El "Segundo Reglamento del euro" no establece reglas sobre el método a seguir para redenominar, ni la necesidad de que sea un procedimiento armonizado para el conjunto de los Estados miembros participantes en la moneda única. En su art. 8.4 establece que la decisión de redenominar o no la deuda pública (la denominada en la propia moneda y regida por legislación nacional, para ser más precisos) y, en caso positivo, sobre la elección del método aplicable compete exclusivamente a los emisores(4). No se necesita, por tanto, el consentimiento de los titulares de los valores.

Existen básicamente cuatro métodos posibles para redenominar la deuda negociable en circulación(5). No obstante, el hecho de que las tenencias de Deuda estén representadas mediante saldos de valores nominales, a raíz de la Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 14 de octubre de 1998(6), hace que algunas de las opciones teóricas para redenominar no resulten de aplicación (concretamente, aquéllas basadas en la redenominación de los valores unitarios). Aunque no sea éste el lugar en el que detenerse con detalle en las peculiaridades de cada uno, son los siguientes:

1. *Redenominación a partir de los valores individuales o de los saldos individuales* (también conocido como enfoque de "abajo a arriba" o enfoque *bottom-up*). El enfoque de "abajo a arriba" admite dos variantes: efectuar la redenominación sobre los valores individuales o efectuarla sobre los saldos individuales (cada uno de los saldos de cada referencia de deuda de los que son titulares cada ahorrador o entidad). Tanto si lo que se redenomina es cada valor individual (cada Letra, cada Bono y cada Obligación, en nuestro caso) como si lo que se redenominan son los saldos individua-

les de Deuda, bajo este enfoque la redenominación tiene lugar aplicando a los valores o a los saldos el tipo de conversión al euro. Naturalmente, los importes serían posteriormente expresados bien en euros con dos decimales o bien en céntimos de euros, redondeando en cualquier caso los valores resultantes de la redenominación al céntimo de euro más próximo. Una vez redenominados los valores o los saldos (la redenominación empieza por "abajo"), el nuevo *stock* de cada referencia de Deuda negociable redenominada a euros vendría dado por la agregación de los valores individuales redenominados o de los saldos individuales redenominados, según la opción escogida (se va de "abajo" a "arriba") (7).

A la hora de elegir entre valores individuales o saldos bajo este enfoque, la segunda opción (redenominación de saldos) presenta la ventaja de conllevar menores errores de redondeo y, en última instancia, menores discrepancias entre el importe nominal total de Deuda del Estado negociable en circulación redenominada a euros y el importe que resultaría de redenominar en su conjunto dicho *stock* denominado en moneda nacional. La razón es bastante simple, y es que el máximo error por redondeo en que se incurre en la redenominación de saldos es de medio céntimo de euro por saldo (cada uno de los cuales contiene un número determinado de valores individuales o, alternativamente, constituye un múltiplo entero del saldo nominal mínimo) mientras que en el caso de redenominar los valores individuales el máximo error sería de medio céntimo de euro por cada valor. A su vez, éste último error se traduciría en discrepancias a nivel agregado tanto mayores cuanto menor fuera el valor nominal de cada valor individual. Naturalmente, la redenominación por saldos es sencilla en sistemas de anotaciones en cuenta de la deuda (como ocurre en el caso español). En los casos en que la deuda está materializada en títulos y éstos son al portador, la complicación es mucho mayor para aplicar la redenominación a los saldos.

2. *Redenominación con un "valor nominal entero" y pagos compensatorios* (enfoque de "arriba a abajo" o *top-down*, con pagos compensatorios). Este enfoque parte del *stock* de deuda negociable en su conjunto. El primer paso sería "trocear" cada referencia de bonos en un conjunto de "mini-bonos" de una unidad monetaria nacional de valor nominal. Teniendo

en cuenta el tipo de conversión, estos "mini-bonos" se agruparían para generar nuevos valores unitarios de un número determinado de euros de valor nominal (en el caso más simple, un euro). A partir del nuevo *stock* agregado redenominado, se descendería a continuación hasta los ahorradores. Aunque este enfoque admite varias posibilidades, en la opción más sencilla cada ahorrador recibiría un número determinado de valores denominados en euros con valor nominal entero (de un euro, en el caso más sencillo) y, además, un pago en compensación por la diferencia entre el contravalor en euros de los valores que posea y el nuevo valor nominal en euros de los bonos que recibe tras la redenominación (que, en el caso de que el valor nominal de los nuevos bonos sea de un euro, coincide con el número de bonos que el ahorrador recibe). Las citadas diferencias y las correspondientes compensaciones serán tanto más reducidas cuanto menores sean los valores nominales unitarios en euros en los que se divida inicialmente cada referencia de bonos (y que, en consecuencia, se minimizan con valores de un euro) (8).

Aunque este enfoque presenta la ventaja de generar automáticamente un número entero de valores denominados en euros con valores nominales enteros, resulta más que discutible que, teniendo en cuenta la necesidad de efectuar pagos a los ahorradores, no vulnere el principio general de continuidad de los contratos establecido en el "Primer Reglamento del euro", al menos en su espíritu.

3. *Redenominación con "valores nominales no enteros" sin pagos compensatorios a los tenedores de los valores* (enfoque de "arriba a abajo" o *top-down* sin pagos compensatorios). Este enfoque consistiría en dividir en convertir directamente cada referencia de bonos en un número entero de bonos denominados en euros con un valor nominal que, a diferencia del caso anterior, no será entero. El caso más sencillo es aquél en el que el número de bonos no varía con la redenominación y en el que, por tanto, el valor nominal de cada bono redenominado es el resultado de dividir su valor nominal en moneda nacional por el tipo de conversión y aplicar el redondeo correspondiente. En este caso, este método es idéntico al que se deriva del enfoque *bottom-up* basado en los valores individuales cuando se opta por el euro con dos decimales como "unidad de cuenta". No

obstante, también cabe la posibilidad de variar el número de bonos resultante de la redenominación, aprovechando la misma para introducir un valor nominal unitario en euros más alto o más bajo del que resultaría de la mera conversión a euros del valor nominal inicial.

Aunque este método evita el problema legal derivado de los pagos compensatorios, tiene los inconvenientes ya citados de dar lugar a valores nominales decimales, con las inherentes complicaciones operativas desde el punto de vista de la negociación y de la compensación y la liquidación, y de generar importantes diferencias entre el nuevo valor nominal en euros del *stock* de deuda y el que resultaría de redenominar el *stock* en pesetas en su conjunto, como consecuencia de la acumulación de los errores de redondeo que aparecen en la redenominación de cada valor.

4. *El enfoque de "arriba hacia abajo" mediante la creación de "picos".* Este enfoque *top-down* intenta evitar los pagos compensatorios del primero a la vez que generar valores redenominados con valores nominales enteros. Para ello, se recurre a la generación por cada referencia de un determinado número de bonos con un valor nominal entero y, además, de un "pico". De este modo, la práctica totalidad de la emisión queda convertida en un conjunto de valores homogéneos con valores nominales enteros y, por tanto, sin complicaciones desde el punto de vista de la negociación y la compensación y la liquidación sobre esos valores. Al mismo tiempo, la equivalencia entre valores nominales en pesetas y en euros que se logra gracias a los "picos" evita incurrir en los pagos compensatorios.

El único inconveniente viene dado precisamente por los "picos", para los que cabe presumir dificultades desde el punto de vista de su liquidez y, por tanto, de su precio en el mercado secundario. Para minimizar esta distorsión se podría instrumentar un sistema de "empaquetado" de "picos" en "lotes" fungibles con los nuevos valores redenominados.

6. EL PROCEDIMIENTO DE REDENOMINACIÓN DE LA DEUDA DEL ESTADO ANOTADA

Analizadas las ventajas y los inconvenientes

derivados de cada uno de los métodos mencionados, el Tesoro ha diseñado un procedimiento de redenominación de la Deuda del Estado registrada en la Central de Anotaciones que responde básicamente al esquema "de abajo a arriba" (*bottom-up*) expuesto anteriormente, aunque con ciertas peculiaridades que lo convierten en un sistema mixto.

Hay que partir del hecho de que las tenencias de Deuda del Estado anotada en la Central de Anotaciones están agrupadas en saldos, que se contabilizan por su valor nominal (cfr. la ya mencionada Orden del Ministro Economía y Hacienda de 14 de octubre de 1998). De esta forma, cada saldo agrupa las tenencias de cada referencia de Deuda del Estado anotada a favor de cada titular. Si un inversor adquirió, por ejemplo, 100 Bonos del Estado de una determinada referencia y el valor nominal de cada Bono es de 10.000 pesetas, el registro mostrará que el citado inversor es titular de 1.000.000 de pesetas nominales de la citada referencia de Bonos del Estado.

6.1. Principios básicos del procedimiento de redenominación

1. Ámbito de la redenominación. Se redenominará *la totalidad del stock de Deuda emitida o asumida por el Estado anotada en la Central de Anotaciones*. Se redenominarán a euros *todas las referencias de Letras del Tesoro, Bonos del Estado, Obligaciones del Estado y valores representativos de deuda asumida por el Estado* que estén registradas en la Central de Anotaciones en la fecha de la redenominación.

2. Fecha de la redenominación. La Deuda del Estado anotada en la Central se redenominará a euros de una sola vez durante el primer fin de semana de 1999. La Central de Anotaciones cerrará el 31 de diciembre de 1998, jueves, con el *stock* de Deuda denominado en pesetas y *abrirá el 4 de enero de 1999, lunes, con todo el stock de Deuda anotada ya redenominado a euros*.

3. Método de redenominación. La Central de Anotaciones aplicará un procedimiento basado en la *redenominación de saldos individuales* (es decir, saldos de cada titular) *de cada una de las referencias de valores* (también denominadas códigos-valor). El cálculo consisti-

rá, en un primer momento, en dividir simplemente el importe nominal de cada saldo de cada una de las referencias (expresado, como es obvio, en pesetas) por el tipo de conversión que se fije. El resultado será un determinado importe en euros, el cual, con casi toda probabilidad, quedará expresado con decimales.

4. Redondeos. Cuando se proceda a redondear dichos saldos, los mismos se *redondearán al céntimo de euro más cercano, al alza o a la baja*, según corresponda (al alza si el tercer decimal del importe nominal del saldo expresado en euros estuviera comprendido entre cinco y nueve, ambos inclusive, y a la baja si estuviera comprendido entre cero y cuatro, también, ambos inclusive).

5. Principio de "abajo hacia arriba". El *stock* nominal total de Deuda redenominada a euros será el resultado de sumar todos y cada uno de los saldos individuales de todas y cada una de las referencias previamente redenominados a euros. Como los redondeos se efectuarán sobre los saldos individuales, la suma de estos saldos (es decir, el nuevo nominal de Deuda del Estado en circulación en euros) no tiene por qué coincidir con el saldo que resultaría de redenominar a euros el *stock* de Deuda del Estado anotada en su conjunto.

6. Adopción del céntimo de euro como "unidad de cuenta". Una vez redenominados a euros, cada saldo individual de cada referencia se expresará en céntimos de euro, que puede considerarse como la "nueva unidad de cuenta" en la Central de Anotaciones. *Tres implicaciones importantes* que se derivan de lo anterior serán:

— El proceso de redenominación no generará importes nominales a liquidar en efectivo por el Tesoro, lo cual facilita enormemente el proceso tanto al Tesoro como a los propios ahorradores, que podrían recibir en otro caso unos fondos inesperados como resultado de una liquidación parcial de su inversión no deseada.

— No habrá saldos nominales de valores expresados mediante decimales.

— Dado que las cotizaciones se expresan como un porcentaje del valor nominal, no se ven afectadas por la elección del euro o del

céntimo de euro como unidad para expresar los saldos.

7. Establecimiento de "importes nominales mínimos de negociación". Finalizado el procedimiento de redenominación propiamente dicho, se establecerán *importes nominales mínimos de negociación entre titulares*, que serán de *1.000 euros* tanto para las Letras del Tesoro como para los Bonos y Obligaciones del Estado. Cada saldo redenominado expresado en céntimos de euro no será, con carácter general, un múltiplo entero de dicho importe nominal mínimo de negociación. En general, cada uno de los saldos redenominados se podrá dividir en dos "sub-saldos":

— Uno, integrado por "lotes" de 1.000 euros (o, si se quiere, 100.000 céntimos de euro) de valor nominal. Cada uno de esos lotes de una determinada referencia será fungible con los saldos de Deuda correspondientes a valores de nueva emisión con ese mismo cupón pagadero en las mismas fechas y con ese mismo vencimiento residual.

— Un segundo "sub-saldo" redenominado a céntimos de euro cuyo valor nominal no llega al importe nominal mínimo de negociación de 1.000 euros, y que denominamos "pico". Los "picos", por no ser transmisibles entre entidades financieras, no serán homogéneos con los saldos de valores de nueva emisión con idéntico cupón y vencimiento residual.

8. El "empaquetado" de los "picos". Las entidades gestoras llevarán a cabo *funciones de "empaquetado"* con posterioridad a la redenominación, comprando (nunca vendiendo) a sus clientes, obviamente si es que éstos lo desean, los "picos" que se generarán tras la redenominación y "reagrupándolos" o "empaquetándolos" en nuevos saldos negociables de 1.000 euros fungibles con los saldos de los valores de nueva emisión con el mismo cupón y el mismo vencimiento residual.

6.2. El procedimiento de redenominación: fases de desarrollo

El procedimiento de redenominación se desarrolla básicamente en dos etapas o "iteraciones" efectuadas sobre saldos individuales de valores(9). En la primera (Fase I) se produce

CUADRO NÚM. 1.a
SALDOS DE TERCEROS DENOMINADOS EN PESETAS

CÓDIGO-VALOR (REF.)	IMPORTE EN PESETAS		
	CLIENTE A	CLIENTE B	CLIENTE C
1.....	15.320.000	7.980.000	32.640.000
2.....	3.250.000	230.000	223.460.000

CUADRO NÚM. 1.b
SALDOS PROPIOS DE LA ENTIDAD GESTORA
DENOMINADOS EN PESETAS

CÓDIGO-VALOR (REF.)	SALDO GESTORA
1.....	625.410.000
2.....	246.990.000

CUADRO NÚM. 2

CÓDIGO-VALOR (REF.)	SALDO GESTORA	SUMA SALDOS CLIENTES	SALDO TOTAL (En pesetas)
1.....	625.410.000	55.940.000	681.350.000
2.....	246.990.000	226.940.000	473.930.000

una "redenominación aproximativa" por saldos globales (suma de saldos de cada gestora y de sus clientes). Dicha fase tiene continuidad con una segunda desarrollada sobre los saldos individuales (Fase II). Un proceso de ajuste final entidad gestora-Central de Anotaciones asegura la neutralidad para gestora y clientes del procedimiento de redenominación (Fase III). Una vez terminado el proceso de redenominación propiamente dicho y establecidos los "lotes mínimos de negociación", se desarrolla la denominada labor de "empaquetado" por las entidades gestoras.

Para intentar explicar de una forma más descriptiva el procedimiento de redenominación, vamos a suponer que existe una sola entidad gestora en la Central de Anotaciones y que dicha gestora tiene solamente tres clientes, A, B y C. Supondremos asimismo que cada uno de ellos mantiene un determinado saldo de dos referencias de valores (1 y 2) y que la gestora mantiene unos determinados saldos a nombre propio en sendas cuentas de valores de las que es titular en la Central. Más concretamente, supondremos que tales tenencias por los clientes son las que se recogen en el cuadro núm. 1.a, y que los saldos de la gestora en sus cuentas en la Central de Anotaciones son los contenidos en el cuadro núm. 1.b.

CUADRO NÚM. 3
SALDOS PROVISIONALES EN EUROS SIN REDONDEO

CÓDIGO-VALOR (REF.)	SALDO TOTAL (En euros sin redondear)
1.....	4.105.408,402
2.....	2.855.619,291

Supondremos, por último, que el tipo de cambio irrevocable peseta-euro finalmente se fija en 165,964 pesetas por euro.

6.2.1. Fase I: Redenominación provisional de los saldos globales, de las cuentas propias y de terceros, de cada una de las referencias de Deuda del Estado anotada.

El proceso de redenominación se inicia en las cuentas de terceros de las entidades gestoras del mercado de deuda y en los saldos propios de los titulares de cuentas. La Central de Anotaciones procederá a agrupar, para cada gestora y para cada referencia de valores, su saldo propio con el saldo global de sus clientes. De este modo (cuadro núm. 2), se obtiene:

A continuación, la Central de Anotaciones procederá a redenominar a céntimos de euros los saldos totales de cada una de las referencias. Este cálculo consistirá, en un primer momento (o Fase I-A, si se quiere), en dividir simplemente el importe nominal de cada saldo de cada una de las referencias (expresado, como es obvio, en pesetas) por el tipo de cambio de conversión peseta/euro que se fije, en nuestro ejemplo, 165,964 pesetas/euro. El resultado será un determinado importe en euros que, con casi toda probabilidad, quedará expresado con decimales. Dichos saldos (cuadro núm. 3) tendrán carácter provisional.

Se procederá en ese momento (Fase I-B) a redondear al céntimo de euro más cercano. Dicho redondeo (cuadro núm. 4) se efectuará al alza si el tercer decimal del importe nominal del saldo expresado en euros estuviera comprendido entre cinco y nueve, ambos inclusive, y a la baja si estuviera comprendido entre cero y cuatro, también, ambos inclusive.

A continuación (Fase I-C), dicho importe se expresará en céntimos de euro (cuadro núm. 5), obviamente, sin más que multiplicar por

CUADRO NÚM. 4
SALDOS PROVISIONALES EN EUROS REDONDEADOS

CÓDIGO-VALOR (REF.)	SALDO TOTAL REDONDEADO (En euros)
1	4.105.408,40
2	2.855.619,29

CUADRO NÚM. 5
SALDOS PROVISIONALES REDONDEADOS EN CÉNTIMOS DE EURO

CÓDIGO-VALOR (REF.)	SALDO TOTAL REDONDEADO (En céntimos de euro)
1	410.540.840
2	285.561.929

cient el importe que se acaba de obtener expresado en euros.

6.2.2. Fase II: Redenominación de los saldos individuales (de terceros y propios) de cada una de las referencias de Deuda del Estado anotada.

Cada entidad gestora tendrá que calcular, para cada referencia de bonos de cada titular y de sus tenencias propias, los nuevos importes expresados en céntimos de euros de los saldos hasta ese momento expresados en pesetas. Una vez agregados, las posibles discrepancias de los saldos redenominados resultantes respecto de los obtenidos con carácter provisional en la Fase I darán lugar a una operación de compensación final gestora-Central de Anotaciones que cerrará el proceso de redenominación.

Este cálculo consistirá (Fase II-A, si se quiere) en dividir simplemente el importe nominal y para cada cliente de cada saldo de todas y cada una de las referencias (expresados, como es obvio, en pesetas) por el tipo de conversión (cuadro núm. 6.a). Dicho cálculo se efectuará de modo análogo para su saldo en la cuenta

CUADRO NÚM. 6.b.
SALDO PROPIO DE LA ENTIDAD GESTORA DENOMINADO EN PESETAS Y EN EUROS
(Sin redondeo)

CÓDIGO-VALOR	IMPORTE EN PESETAS	IMPORTE EN EUROS (Sin redondeo)
1	625.410.000	3.768.347,352
2	246.990.000	1.488.214,312

CUADRO NÚM. 7
SALDOS DE TERCEROS Y PROPIOS EN EUROS
(Redondeados)

VALOR (REF.)	SALDOS DE TERCEROS (Importe en euros redondeado)			SALDO PROPIO (Importe en euros redondeado)
	CLIENTE A	CLIENTE B	CLIENTE C	
1	92.309,18	48.082,72	196.669,16	3.768.347,35
2	19.582,56	1.385,84	1.346.436,58	1.488.214,31

CUADRO NÚM. 8
SALDOS DE TERCEROS Y PROPIOS EN CÉNTIMOS DE EURO

CÓDIGO-VALOR	SALDOS DE TERCEROS (Importe en céntimos de euro)			SALDO PROPIO (Importe en céntimos de euro)
	CLIENTE A	CLIENTE B	CLIENTE C	
1	9.230.918	4.808.272	196.666.916	376.834.735
2	1.958.256	138.584	134.643.658	148.821.431

propia (cuadro núm 6.b). El resultado en ambos casos será, de nuevo, un determinado importe en euros expresado con decimales.

Se procederá en ese momento (Fase II-B) a redondear al céntimo de euro más cercano (cuadro núm. 7). Dicho redondeo se efectuará con las reglas ya reseñadas anteriormente.

A continuación (Fase II-C), los saldos se expresarán en céntimos de euro, obviamente, sin más que multiplicar por cien los importes expresados en euros (cuadro núm. 8).

De esta forma, se obtienen los importes re-

CUADRO NÚM. 6.a
SALDOS DE TERCEROS DENOMINADOS EN PESETAS Y EN EUROS
(Sin redondeo)

CÓDIGO-VALOR	IMPORTE EN PESETAS			IMPORTE EN EUROS (Sin redondeo)		
	CLIENTE A	CLIENTE B	CLIENTE C	CLIENTE A	CLIENTE B	CLIENTE C
1	15.320.000	7.980.000	32.640.000	92.309,17548	48.082,7167	196.669,1572
2	3.250.000	230.000	223.460.000	19.582,56007	1.385,84271	1.346.436,577

CUADRO NÚM. 9
SALDOS GLOBALES REDENOMINADOS
(En céntimos de euro)

VALOR (REF.)	SALDO TOTAL DE TERCEROS (En céntimos de euro)	SALDO PROPIO (En céntimos de euro)	SALDO TOTAL (En céntimos de euros)
1	33.706.106	376.834.735	410.540.841
2	136.740.498	148.821.431	285.561.929

denominados a céntimos de euros de cada uno de los titulares, tanto de los terceros como de la propia gestora. Sumando los saldos nominales de los clientes y los saldos propios obtendría el importe nominal total en circulación de cada referencia tras la redenominación, o saldos globales redenominados definitivos (cuadro núm. 9).

Dichos saldos redenominados definitivos no tienen por qué coincidir con los saldos redenominados provisionales, obtenidos como resultado de dividir el saldo total de deuda de cada referencia en circulación denominada en pesetas por el tipo de conversión peseta-euro antes señalado, practicar el correspondiente redondeo y expresar el resultado en céntimos de euro.

Así, como resultado de la aplicación de las fases I y II anteriormente descritas aparecerán, con carácter general, discrepancias entre los saldos resultantes de la redenominación efectuada en la Fase I, que tienen carácter provisional, y los saldos agregados definitivos que resultan de la Fase II. Ello hace necesario efectuar un proceso de compensación.

6.2.3. Fase III: Ajuste de saldos Central de Anotaciones-Gestora.

En nuestro ejemplo, el saldo total de la Referencia 1 que resulta de redenominar globalmente la suma del saldo propio y de terceros es de 410.540.840 céntimos de euros, mientras que el saldo correspondiente a la Referencia 2 calculado de modo análogo es de 285.561.929 céntimos de euros. Ambos importes difieren de los que resultan de agregar los saldos individuales de clientes y de la cuenta propia redenominados cada uno de ellos a céntimos de euro: el saldo total de la Referencia 1 en este segundo caso es de 410.540.841 céntimos de euro, un céntimo de euro más que la cifra ante-

riormente reseñada, mientras que el saldo total de la Referencia 2 los resultados son coincidentes.

En nuestro caso, caracterizado por la sencillez de las hipótesis empleadas, la discrepancia aparecida en el caso de la Referencia 1, y dado que ambos saldos coinciden en el caso de la Referencia 2, requeriría simplemente que la Central de Anotaciones realizara una anotación de ajuste con la gestora incrementando el saldo de la Referencia 1 por importe nominal de un céntimo de euro. Cabe pensar, en cualquier caso, que por el juego de la "Ley de los Grandes Números", las anotaciones de ajuste de la Central de Anotaciones sean casi siempre de una cuantía muy reducida.

6.2.4. Los "lotes mínimos de negociación" y las funciones de "empaquetado" por las entidades gestoras.

Finalizado el procedimiento de redenominación propiamente dicho, se establecerán "lotes mínimos de negociación" entre titulares que tendrán por importe nominal el saldo nominal mínimo de los nuevos valores emitidos en euros una vez se inicie la tercera fase de la Unión Monetaria, que será de 1.000 euros tanto para los Bonos y Obligaciones del Estado como para las Letras del Tesoro.

Dado que el importe nominal de cada saldo redenominado no será, con carácter general, un múltiplo entero del citado saldo nominal mínimo de 1.000 euros, cada saldo redenominado se dividirá en dos "sub-saldos":

— Uno, integrado por "lotes" de 1.000 euros fungibles con los saldos de Deuda de nueva emisión con idéntico cupón y vencimiento residual.

— Un "sub-saldo" no negociable o "pico" cuyo valor nominal no llega al importe nominal mínimo de negociación de 1.000 euros.

Como resultado de la aparición de "picos", las entidades gestoras desempeñarán funciones de "empaquetado" con posterioridad a la redenominación. Dichas funciones consisten en que las entidades gestoras den contrapartida a sus clientes *comprándoles* los "picos" y "reagrupándolos" o "empaquetándolos" en lo-

tes fungibles con los nuevos saldos de valores emitidos en euros desde enero de 1999. Para conseguir ir eliminando progresivamente tales "picos", las entidades gestoras *únicamente podrán comprar* tales "picos", *nunca venderlos* a sus clientes.

En nuestro ejemplo, hemos obtenido que, para la Referencia 1, los saldos redenominados de los clientes A, B y C serían de 9.230.918 céntimos, 4.808.272 centavos y 19.666.916 centavos, respectivamente. Esto significaría que el cliente A tendría 92 "lotes" de 1.000 euros y un "pico" de 30.918 céntimos de euro de valor nominal cada uno. El cliente B se encontraría con 48 "lotes" de 1.000 euros y un "pico" de 8.272 céntimos, mientras que el cliente C se encontraría con 196 "lotes" y un "pico" de 66.916 céntimos.

Los mencionados "lotes", al tener un valor nominal idéntico a los saldos mínimos de los valores de nueva emisión del Tesoro desde enero de 1999, serían fungibles con tales saldos (suponiendo, claro está, idéntico cupón e idéntico vencimiento residual). El problema se limitaría, por tanto, a los "picos". La labor de la gestora consistiría en ir adquiriendo los "picos" de sus clientes para, a continuación, "empaquetarlos" y formar "lotes" idénticos a los anteriores. En nuestro ejemplo, la adquisición de los tres "picos", por un importe nominal total de 106.106 céntimos, permitiría formar un nuevo lote de 100 euros, de forma que existiría un "pico" final de 6.106 céntimos.

La compra de "picos" por parte de la gestora permitirá crear un determinado número de "lotes" y, con independencia del número de clientes, reducir a un "pico" final por gestora, de valor nominal inferior a 1.000 euros, el resultado final del procedimiento de redenominación.

7. CONCLUSIÓN

La introducción del euro tendrá un impacto sustancial en los mercados financieros, en general, y en los de deuda, en particular. Desde el punto de vista asignativo, aunque parece claro que la eliminación de las barreras impuestas por el tipo de cambio tendrá efectos pro-competitivos sobre los mercados financieros nacionales a medio y largo plazo (Giovannini, 1997, pág. 3), resulta también importante minimizar

los costes de eficiencia generados en el corto plazo con la introducción del euro. Parte de esos costes son los asociados a los "costes de menú" y a las incertidumbres sobre los derechos de los inversores. Minimizar tales costes ha exigido despejar tales incertidumbres definiendo con claridad y antelación suficiente aspectos cruciales tales como el estatuto legal del euro o el procedimiento de redenominación a euros de la Deuda pública.

La redenominación de la Deuda del Estado registrada en la Central de Anotaciones bajo el procedimiento descrito permite asegurar una transición a la unidad de cuenta euro plenamente transparente y neutral para emisores e inversores en el ámbito del mercado español de Deuda del Estado.

NOTAS

(*) Técnico Comercial y Economista del Estado

(1) El contenido de este Reglamento había sido "avanzado" como Borrador de Reglamento mediante su incorporación como anexo a la Resolución del Consejo de 7 de julio de 1997 sobre el marco jurídico para la introducción del euro (DO n.º L 162, de 2.8.97). El contenido de su art. 14 –al amparo del art. 109L4 del Tratado de la Unión Europea– implica que una vez finalizado el período transitorio todas las referencias contenidas en instrumentos financieros a una moneda nacional se considerarán meras referencias al euro mediante la aplicación del tipo de conversión.

(2) Se trata, pues, de una redenominación legal ("de iure") de la deuda, ya que la entrada en vigor del citado Reglamento, al establecer que desde el 1 de enero de 1999 las unidades de cuenta nacionales pasan a ser meras fracciones decimales no enteras de la unidad de cuenta euro, entraña una redenominación automática "de facto" de la citada deuda.

(3) La Ley sobre Introducción del euro (más conocida como "Ley paraguas") define en su art. 2 la redenominación como "el cambio irreversible de la unidad de cuenta peseta a la unidad de cuenta euro, en tanto exprese un importe monetario, en cualquier instrumento jurídico, conforme al tipo de conversión y una vez practicado el correspondiente redondeo".

(4) Salvo, naturalmente, que la emisión esté regida por un contrato y en el mismo se haya estipulado la exclusión de la posibilidad de redenominar los valores.

(5) Existe algún método más, como el denominado "método de conversión arbitrario". Este método, que tiene por principal virtud eliminar las distorsiones derivadas de la redenominación sobre los flujos de caja derivados de los activos financieros de redenominación, es bastante complejo de instrumentar, por lo que ha sido rechazado como alternativa práctica.

(6) Orden de 14 de octubre de 1998 por la que se eliminan los valores nominales unitarios de la Deuda del Estado anotada y las tenencias de Deuda del Estado anotada constituidas por valores del mismo código valor se convierten en tenencias de saldos nominales.

(7) Resulta claro que la suma de los valores o de los saldos

redenominados no tendrá por qué coincidir con el valor que resultaría de redenominar el *stock* de Deuda negociable en su conjunto mediante la aplicación del tipo de conversión al valor nominal de dicho *stock*.

(8) Estamos suponiendo que no se considera la fijación de valores nominales inferiores a un euro, es decir, en términos de un céntimo de euro o múltiplos de dicha cantidad inferiores a un euro.

(9) Más concretamente, la redenominación se efectuará necesariamente sobre los *salvos a vencimiento* que figuren en las cuentas propias de los titulares en la Central

BIBLIOGRAFÍA

Comisión Europea.

— (1990), "One Market, One Money", *European Economy*, nº 44, octubre.

— (1997), "The impact of the introduction of the euro on capital markets", *Euro Papers* nº 3, Comisión Europea, julio.

Giovannini, A. (1997), "The impact of the introduction of the euro on capital markets" (Prólogo), *Euro Papers* nº 3, Comisión Europea, julio.