

Los mercados de deuda pública del área euro, Analistas financieros internacionales, José Manuel Amor Alameda (coord.), Tesoro Público, Madrid, 2000, 296 páginas.

A la vista de los cambios tan importantes que se han producido en los mercados financieros como consecuencia del inicio de la tercera fase de la UEME, resulta de especial interés el análisis comparado de los mercados de Deuda Pública dentro del área euro que se ofrece en este libro.

La oportunidad del tema objeto de estudio reside en el hecho constatado del creciente grado de integración y, por ende, las mayores dosis de competencia entre distintas plazas financieras y, más concretamente, entre los distintos mercados de deuda pública. En este sentido, en un entorno cada vez más globalizado y con libertad de movimientos de capital, los diferenciales de tipos de interés tenderán a estrecharse, de ahí que las diferencias existentes entre los mercados de deuda nacionales pasen a tener un papel fundamental en la captación de capitales extranjeros. Así, por ejemplo, un tratamiento fiscal ventajoso puede ejercer como factor de atracción de inversores potenciales extranjeros, de ahí que las autoridades nacionales hayan decidido aplicar de forma coordinada el criterio de tributación en país de destino a los rendimientos procedentes de títulos de deuda pública. Esta nota constituye la práctica habitual en los países analizados en el libro.

Teniendo en cuenta el destacado papel desempeñado por los mercados de deuda pública como fuente fundamental de obtención de ingresos financieros para el erario público, resulta de gran utilidad repasar detenidamente los rasgos definitorios de su situación actual. El estudio elaborado por AFI, bajo la coordinación de José Manuel Amor Alameda, resulta una aportación de todo punto valiosa por cuanto analiza a lo largo de diez capítulos, y bajo un esquema común, los mercados de deuda pública de: España, Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Holanda, Irlanda, Italia y, finalmente, Portugal. El esquema de estudio adoptado coincide en cada capítulo, de forma que le permite al lector un seguimiento ordenado y sistemático que le aproxime al conocimiento riguroso de los mercados nacionales de deuda pública integrados en el área euro. Sin embargo, pese a seguir un esquema de materias común, se aprecia cierta falta de homogeneidad en cuanto al contenido de determinados epígrafes.

De los distintos aspectos comunes analizados en cada uno de los capítulos nos centraremos en analizar de forma comparada, los más relevantes.

En primer lugar, conviene destacar como rasgo predominante en los países analizados que se ha producido un alargamiento continuado del perfil temporal de la deuda pública. La vida media se sitúa en torno a los cuatro años en el caso de la deuda belga, los cinco años en el caso del mercado finlandés e italiano y los seis en el mercado francés.

En nuestro país, han pasado a tener un creciente protagonismo los bonos y obligaciones del Estado,

que son por antonomasia los instrumentos con mayores plazos de vencimiento (en el caso de las obligaciones se han emitido títulos a treinta años vista) y que son, además, las referencias segregables y más líquidas del mercado. Sin embargo, según los últimos datos disponibles que aparecen en el libro, en Alemania la categoría de deuda del gobierno federal presenta un claro predominio de los valores emitidos a plazos inferiores a los dos años y medio, ostentado un 33 por 100 del total. Por su parte, el saldo vivo de los denominados fondos especiales también está orientado básicamente a corto plazo, si bien en este caso alcanza prácticamente la mitad del montante total de estos fondos.

El segundo aspecto que se analiza a lo largo de los capítulos es la importancia y el tamaño relativo que el mercado de deuda tiene en cada uno de los países. El mercado italiano es el más importante a nivel europeo, situándose Bélgica en segundo lugar por volumen de deuda pública en términos de PIB, llegando a superar la cota del 100 por 100. No obstante, las autoridades belgas han formulado un plan de estabilidad con la finalidad de reducir a mínimos la necesidad de financiación corriente de las arcas públicas. El mercado de deuda pública francés se sitúa en el tercer lugar dentro del área euro.

Entre los mercados con menor volumen se encuentran el irlandés, el austriaco y el portugués. En el primero de ellos, nos encontramos con que el mercado irlandés representa una proporción muy pequeña dentro del conjunto de mercados de la eurozona y que presenta el menor porcentaje de volumen de deuda pública en términos de PIB, gozando, además, del máximo rating crediticio en calidad de solvencia del emisor. En el caso de Austria, se constata que a pesar del reducido tamaño del mercado en términos absolutos, la importancia del mismo sobrepasa, en cuanto a capitalización se refiere, al correspondiente mercado de valores del país. A grandes rasgos, la evolución de la deuda pública austriaca viene profundamente marcada por el plan de estabilidad y las condiciones impuestas por el tratado de Maastrich, que han provocado un pronunciado descenso en el nivel de déficit público y, consiguientemente, en el volumen de nuevas emisiones. Para terminar, hay que destacar que en Portugal en los últimos años se ha constatado una creciente voluntad del Tesoro por subsanar las deficiencias detectadas en dicho mercado y lograr el mayor grado de equiparación posible con sus homónimos europeos. Entre otras medidas, cabe resaltar la reciente creación de un mercado electrónico de negociación en el segmento secundario.

Respecto a la gama de instrumentos emitidos en cada país, hay que señalar que los títulos emitidos por el Tesoro francés son los más variados de entre los países considerados en este estudio. En concreto, los más utilizados en este país son las letras del Tesoro, los BTAN a medio plazo y los OAT a largo plazo.

En Alemania las autoridades también se han volcado en ofrecer una gama variada de instrumentos financieros públicos, así como en incrementar las dosis de liquidez y transparencia de los mercados donde éstos se negocian. La gran mayoría de títulos emitidos adopta la forma de valores negociables en detrimento de los

antaoño predominantes empréstitos contra pagarés, fenómeno favorecido por la creciente preferencia de los inversores hacia activos cada vez más líquidos. Entrando en las modalidades de títulos que se emiten en Alemania, cabe destacar las siguientes: *bund*, *bobl*, *schatze* y *bubills*, cuya negociación se produce en el segmento oficial ó de primera negociación denominado "amtlicher handel".

Los instrumentos financieros de deuda pública austríacos reciben la denominación de bonos federales, obligaciones federales, letras del Tesoro y notas internacionales a medio a plazo, destacando como rasgo común a todos ellos su amortización a fecha de vencimiento, y no mediante un vencimiento lineal como venía ocurriendo hasta 1986. En Italia, los títulos de deuda pública se clasifican en letras, bonos y certificados de créditos del Tesoro, mientras que en Portugal los títulos de deuda pública que sirven como punto básico de referencia son las letras y las obligaciones del Tesoro a tipo fijo o variable. Entre los instrumentos de deuda existentes en Bélgica los bonos son los que ostentan una posición de claro predominio con respecto a las demás.

El panorama imperante en Finlandia con relación a las finanzas públicas ha venido marcado por el punto de inflexión que supone su plan de estabilidad, cuyos efectos han tenido una traducción efectiva por cuanto sus cuentas públicas aparecen equilibradas a finales de la década de los noventa, con el consiguiente freno que ello supone en términos de nuevas emisiones. Los instrumentos utilizados como fuente de financiación son, básicamente, los pagarés del Tesoro, bonos y obligaciones. Como rasgo distintivo de este mercado destaca el hecho de que la deuda pública finlandesa tiene la máxima calificación crediticia junto con las emisiones de Alemania, Francia, Austria, Irlanda y Holanda.

Este último país, a diferencia de los restantes, presenta como característica el hecho de que sólo ha realizado emisiones de deuda pública en moneda nacional desde la década de los 70, y que pese al signo positivo del saldo presupuestario correspondiente al último ejercicio, el Tesoro no tiene previsto reducir el volumen de deuda a emitir.

Respecto al mercado secundario de deuda pública en los países analizados podemos concluir lo siguiente:

El mercado secundario francés se ha caracterizado, junto con el alemán, por considerarse uno de los mercados más líquidos del área euro, situándose sus activos entre los de mayor volumen de negociación. En los últimos años, los efectos de la inminente conversión a la moneda única no se han hecho esperar ya que, tal y como ponen de relieve los datos, la negociación de valores del Tesoro francés ha experimentado una fuerte expansión. Como complemento a este mercado secundario, existe en Francia un mercado de repos muy activo desde 1994, y en cuyo seno participan los creadores de mercado, fusionados desde 1996 con sus homólogos del mercado francés al contado. Por su parte, el mercado de strips es uno de los más eficientes, inmediatamente después del mercado americano, mientras que el mercado de futuros presenta como pe-

culiaridad la negociación de derivados con activos subyacentes referidos a otros mercados de deuda pública dentro del área euro.

En este sentido, hay que destacar también el importante papel desempeñado por el mercado de strips en España, cuyos orígenes se remontan a inicios de 1998, así como la consolidación de los mercados de productos derivados referenciados a valores ideales de deuda pública a distintos plazos de vencimiento. En cuanto al mercado secundario español propiamente dicho, han tenido una crucial trascendencia las últimas reformas encaminadas a agilizar la negociación del mercado mayorista, donde hoy en día sólo actúan creadores de mercado y negociantes de deuda pública. Dentro de los cambios recientes, hay que destacar la fusión que se ha producido entre los cuatro brokers ciegos, dando lugar a la aparición y puesta en marcha de una plataforma electrónica.

El mercado secundario italiano, por su parte, tiene una especial trascendencia en otros mercados. Éste se articula en dos niveles, mayorista y minorista, si bien existe un claro predominio de la negociación telemática. A partir de su creación, tanto Alemania como Francia se adhieren para la creación de una plataforma a nivel europeo que negocia títulos considerados como *benchmark*.

En cuanto a Austria, los bonos del Tesoro se negocian en su práctica totalidad en un mercado no organizado (OTC) de liquidación directa.

Por su parte, el mercado secundario belga ha sido objeto de profundas transformaciones, dando lugar a la creación en el año 2000 de una plataforma electrónica de negociación, cuya finalidad última consiste en dotar de liquidez los títulos negociados (siguiendo la iniciativa del modelo italiano), y poder aprovechar así el atractivo que supone un diferencial positivo de tipos de interés con respecto a Alemania.

En Finlandia, la negociación de los títulos se lleva a cabo en la Bolsa de Helsinki, siendo crucial el papel desempeñado por la figura de los creadores de mercado. Sin embargo, en este país no se ha desarrollado un mercado de valores segregables ó strips, que tanto arraigo ha tenido en los países vecinos, y en cuanto al mercado de repos hay que señalar que no se han conseguido negociar volúmenes significativos, como consecuencia de los elevados costes y la falta de liquidez de este mercado.

En Holanda, a nivel de segmento secundario se ha registrado una importante reducción del número de referencias con el propósito de aumentar el grado de liquidez de los activos y avanzar en la dirección de ampliar y hacer más transparente este mercado. La negociación se produce en la sociedad de Bolsas de Amsterdam así como en las, cada vez más utilizadas, plataformas de negociación electrónica (en la que participa el Estado de forma minoritaria y cuyo funcionamiento no sigue una operativa ciega). El mercado de repos, por su parte, es más importante que la operativa tradicional, teniendo un impacto decisivo sobre la estructura del mercado y sobre el desarrollo del mercado de derivados.

El mercado secundario irlandés, se articula en dos grandes niveles cuya configuración global es muy parecida a la vigente en nuestro país, participando en el primer escalón sólo los creadores de mercado— como núcleo duro del mercado— mientras que en el segundo escalón se negocia a nivel minorista. En este contexto, es de destacar el importante papel ejercido por el Tesoro, que tiene encomendado, entre otras, las siguientes funciones: oferta continua de recompra, oferta continua de intercambio de bonos y, en último lugar, el ejercicio de ventanilla repo de emergencia. Como consecuencia de ello, las cifras alcanzadas por el mercado de repos en Irlanda quintuplican las del mercado al contado de operaciones simples.

En Portugal, con el ánimo de subsanar las deficiencias detectadas en su mercado y lograr el mayor grado de equiparación posible con sus homónimos europeos, se ha creado recientemente un mercado electrónico de negociación. Además, debido a la importancia decreciente del mercado electrónico minorista, el cauce fundamental de negociación es el mercado electrónico de operaciones brutas mayorista, cuya gestión está encomendada a la Bolsa de Valores de Lisboa. También está previsto en un futuro próximo el desarrollo de un segmento de negociación OTC, así como un núcleo de negociación exclusivamente entre creadores de mercado, y cuya operativa será ciega. En cuanto al mercado de derivados, en éste se negocia un único contrato de futuro (sobre un bono nacional a 10 años), mientras que, por su parte, el mercado repo es escasamente significativo. Por último, hay que señalar que Portugal hasta la fecha no ha introducido la modalidad de títulos segregables o strips.

Tras este breve repaso de los aspectos más relevantes de los mercados de deuda pública de la zona euro, y habiendo sentado las bases acerca de la importancia y oportunidad del tema en la actualidad, hay que destacar que el enfoque adoptado en este trabajo adolece de falta de homogeneidad. Así, puede destacarse que a la hora de presentar las cifras representativas de la dimensión e importancia de cada uno de los mercados analizados, destaque la proliferación de datos referidos, por ejemplo, al mercado belga, mientras que en el caso de Alemania, entre otros, los datos ofrecidos son bastante limitados.

No obstante, tal y como se aprecia en la recensión, el libro a grandes rasgos aporta una información de todo punto valiosa en cuanto recopila y analiza sistemáticamente los puntos más relevantes del funcionamiento y evolución de los mercados de deuda pública en un contexto ampliamente globalizado.

Así, fruto de las interrelaciones cada vez más estrechas entre los países que conforman el área euro, las diferencias entre los mercados de deuda pública puestas de manifiesto a lo largo de las distintas secciones del libro, tenderán progresivamente hacia un modelo común en sintonía con el concepto de espacio único europeo.

**Marta de la Cuesta
Cristina Ruza**

Seguimiento de los resultados de la gestión en el sector público. Perspectivas desde la experiencia internacional, de John Mayne y Eduardo Zapico-Goñi (eds.), Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, 2000, 333 págs.

La necesidad de mejorar la asignación de los recursos de las Administraciones Públicas, ante una demanda creciente de servicios públicos, explica el gran número de iniciativas de reforma del sector público que se están articulando de un modo generalizado en la mayoría de los países desarrollados. En un contexto como el actual, en el que la eliminación de los déficit presupuestarios se configura como requisito imprescindible para restituir la confianza de los ciudadanos en los gestores públicos, resulta inevitable instrumentar las medidas necesarias que permitan mejorar la eficiencia y eficacia del gasto público. En este sentido, destacan los esfuerzos de reestructuración de la gestión pública por parte del Reino Unido, que está llevando a cabo, entre otros proyectos, la "Iniciativa de Gestión financiera", "Próximos Pasos" y la "Carta del Ciudadano". Francia ha emprendido una política de renovación del sector público y la iniciativa denominada "La Carta de los Servicios Públicos". Canadá mantiene el proyecto "Servicio Público 2000" y su política de estándares de servicios. Finlandia y Noruega han experimentado una reestructuración bastante profunda, renovando el papel tradicionalmente desempeñado por el Estado ante la sociedad. Por último, en España, entre otros países, tanto el Ministerio para las Administraciones Públicas como el Ministerio de Hacienda han iniciado algunos proyectos orientados al cliente y están discutiendo reformas importantes.

Con una gran oportunidad ante este profundo proceso reformador, los profesores Mayne y Zapico-Goñi presentan esta obra en la que mantienen la tesis básica de que para el éxito de dicha reforma es fundamental la eficacia en el seguimiento de los resultados de la gestión de los servicios y programas públicos. En efecto, el desarrollo y la consolidación de los sistemas de seguimiento de resultados de la gestión pueden facilitar la mejora de la toma de decisiones políticas, la gestión pública, la eficiencia y eficacia de los programas y, en general, la confianza del público o la legitimidad de la intervención pública.

Con esta aportación, los gestores públicos y los investigadores y evaluadores, tanto públicos como privados, están de enhorabuena por un triple motivo. En primer lugar, cada capítulo trata de describir las lecciones aprendidas sobre una faceta concreta del seguimiento de resultados, normalmente desde una perspectiva internacional comparada, y facilitar una orientación para la elaboración de medidas de evaluación de los programas de gasto público.

En segundo lugar, este libro contempla la evaluación y la gestión pública desde una perspectiva internacional pero mediante un enfoque más amplio, para considerar la medición de resultados en relación a la evaluación.

Por último, destaca el rigor y la actualidad de su contenido, como no podría ser de otro modo a tenor de la intensa y exitosa trayectoria investigadora de los edi-