

EL MERCADO DE DEUDA PUBLICA

La crisis económica ha supuesto una participación creciente del Estado en la actividad económica, lo que a su vez ha generado la necesidad de recabar mayores cantidades de recursos financieros. Entre las vías de acceso a estos recursos por parte del Sector Público, están adquiriendo importancia las emisiones de Deuda dirigidas al mercado abierto. Este sistema de captación de fondos no está exento de dificultades ni de peligros. Así lo pone de manifiesto **Petra Mateos**, autora del presente trabajo, al señalar cómo la generosidad en el volumen y condiciones de las emisiones pueden ser causa de importantes déficits del Sector Público en las fechas de amortización, además de la posibilidad de crear importantes perturbaciones en los mercados financieros poco desarrollados hasta ahora en este sentido. La autora realiza un detallado análisis de las diferentes emisiones de Deuda Pública realizadas, el funcionamiento del mercado secundario, y de los aspectos más relevantes que sobre este tema deben ser tenidos en cuenta.

DEFICIT PUBLICO Y DEUDA PUBLICA

LA financiación por Deuda Pública no ha planteado problemas especiales en el período 1959-1974. En esa etapa las necesidades de la administración eran modestas y el crecimiento del PIB soportaba perfectamente una política presupuestaria en la que el objetivo fundamental era el equilibrio. Con la crisis de los países occidentales a partir de esa fecha, las necesidades financieras de los Gobiernos han crecido por razones evidentes. La caída de la inversión privada y de la tasa de crecimiento del PIB, unida a un aumento constante en las cifras de paro, está exigiendo del Estado una política económica más activa, en la que es ma-

yor la exigencia de bienes y servicios que suministra y se produce además un incremento importante de las transferencias para sostener las economías familiares y las empresas. Naturalmente, esta situación lleva aparejado un incremento muy rápido del Gasto Público, sin tener como contrapartida un aumento de los ingresos vía impuestos, que lo financie. De hecho, ningún sistema fiscal es lo suficientemente flexible para adaptarse rápidamente a un fuerte y súbito incremento de los gastos y el resultado ha sido para casi todos los países un aumento muy importante del déficit público. Tal como puede comprobarse por las cifras que recoge el cuadro n.º 1, éste se ha multiplicado hasta por 6,53 como en el caso de Japón o por 5 en los Estados Unidos, en el cuatrienio 1974-78, en relación con la me-

dia de los tres años inmediatamente anteriores a la crisis.

El recurso al mercado de capitales interior y exterior como mecanismo de financiación, se ha producido con mayor intensidad y, de hecho, las emisiones públicas han aumentado de manera significativa. La cifra de emisiones brutas del Gobierno central en porcentaje del PIB, para los distintos países, ha subido en importancia y para algunos: Estados Unidos, Reino Unido y Japón, por ejemplo, alcanza el 4,57, 4,53 y 6,26 por 100, respectivamente, aunque en otros el volumen sea todavía muy inferior.

España hasta el momento se encuentra en el grupo de países con un peso relativo poco importante en cuanto a este último ratio se refiere. El volumen de emisiones del Gobierno central sólo era el 0,35 por 100 del PIB en 1978. Aunque la cifra posiblemente se haya incrementado en 1979 y siga creciendo en 1980, queda todavía muy por debajo del nivel mencionado.

Y hasta aquí el planteamiento actual que por el momento no parece retornar. Evidentemente todo el mundo parece de acuerdo en que la situación no es reversible y lo que en anteriores ocasiones se hubiera limitado a una actuación anticíclica no parece tan claro en la actualidad. El ciclo o no está tan claro o es demasiado largo y por el momento no parece previsible reducir las necesidades financieras del Estado. Habrá por tanto que acostumbrarse al déficit y convivir con esta situación. Pero sí conviene señalar, que por ahora la vía natural de su financiación parece el mercado de capitales y esto lleva a un círcu-

CUADRO N.º 1
MEDIA DE DEFICIT (-) O SUPERAVIT (+) PUBLICO
 (Miles de millones de dólares)

	1972-1974	1975-1978	Múltiplo
Estados Unidos	-12,06	-56,75	4,7
Reino Unido	-5,7949	-13,5130	2,33
Alemania Federal	-2,4622	-12,5850	5,11
Francia	+1,2532	-4,8198	-
Canadá	-1,6994	-7,052	4,17
Japón	-5,7722	-37,6864	6,53
España	-0,8080	-2,3947	2,96

Fuente: Datos primarios: FMI, *International Financial Statistics*, Vol. 33, n.º 1, enero de 1980.

lo vicioso en que los compromisos financieros del Estado (amortización más intereses) por la propia Deuda son cada vez más elevados, por lo que esta partida por sí sola constituye ya un fuerte componente de los siguientes déficits. Es decir, las emisiones futuras serán en gran medida consecuencia de los compromisos contraídos con anterioridad.

PAGOS PREVISTOS. NECESIDAD DE NUEVAS EMISIONES

La previsión actual de pagos del Estado por amortizaciones más intereses en los próximos años se recoge en el cuadro número 4. Tal como indican estos datos, la previsión de pagos derivada de las deudas vivas en la actualidad presenta un punto conflictivo de fuertes pagos entre 1982-85. El hecho se debe a que la reducción del período de amortización de las últimas

CUADRO N.º 2
EMISIONES BRUTAS DE OBLIGACIONES DEL GOBIERNO CENTRAL EN % SOBRE EL PRODUCTO NACIONAL BRUTO

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
España	0,47	-	0,03	-	-	0,21	0,35
Estados Unidos...	0,93	0,97	2,33	4,69	5,63	4,70	4,57
Reino Unido...	2,47	4,75	2,54	7,73	6,73	8,96	4,53
Alemania Federal.	0,51	0,62	1,22	1,32	1,42	1,82	1,46
Francia	-	0,57	-	-	0,51	0,71	0,85
Canadá	1,37	1,50	1,92	1,42	2,01	2,64	2,16
Japón	2,48	2,14	2,07	3,15	5,01	4,94	6,26

Fuente: Datos primarios: OCDE, *Statistiques Financières de la OCDE*, Vol. 13, tomo 1, 1979.
 FMI, *International Financial Statistics*, Vol. 33, n.º 1, enero 1980.

CUADRO N.º 3
ENDEUDAMIENTO NETO DEL SECTOR PUBLICO
 (Miles de millones de dólares)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
España	0,6371	0,2937	0,4205	0,7846	2,1043	2,4631	2,7157
Endeudamiento interno	0,6776	0,3219	0,3243	0,7444	0,6210	1,3570	2,2550
Endeudamiento externo	0,0094	-0,0281	0,0903	0,0401	0,4832	1,1061	0,4607
Estados Unidos	15,26	7,91	11,47	85,49	69,03	56,81	53,69
Reino Unido	0,7771	5,9264	6,9326	14,7675	8,4249	23,0111	13,9729
Endeudamiento interno	0,4719	6,6675	4,7110	15,9310	9,3206	20,7201	14,1153
Endeudamiento externo (1)	0,3052	-0,7411	2,2216	-1,1635	-0,8954	2,2910	-0,1424
Alemania Federal	0,8806	2,2456	4,4822	13,8695	8,4444	10,2992	14,9781
Francia	-1,8985	0,0276	-3,0869	7,9233	1,8994	3,3326	10,5558
Canadá	2,2599	1,3757	4,1464	5,9425	5,4696	9,1557	10,4637
Japón	4,8245	5,6071	6,6755	18,2533	10,8982	47,6416	68,9722

(1) Letras, Bonos del Tesoro y otros valores del Gobierno en el extranjero.

Fuente: Datos primarios: FMI, *International Financial Statistics*, Vol. 33, n.º 1, enero 1980.

**CUADRO N.º 4
PREVISION DE PAGOS DE LAS DEUDAS VIVAS
EN ABRIL DE 1980
(Millones de pesetas)**

AÑOS	Amortización	Intereses	Total
1980	10.524,9	18.285,1	28.810,0
1981	13.685,3	19.488,4	33.173,7
1982	33.699,6	18.674,1	52.373,7
1983	57.669,6	13.894,1	71.593,7
1984	38.829,4	8.569,1	47.398,5
1985	30.516,3	5.013,5	35.529,8
1986	5.516,3	1.491,6	7.007,9
1987	5.516,3	1.094,7	6.611,0
1988	2.659,2	697,8	3.357,0
1989	2.659,2	593,7	3.252,9
1990	2.659,2	489,7	3.148,9

deudas que ha colocado su reembolso coincidiendo con el vencimiento de algunas deudas anteriores a más largo plazo. Con sólo las emisiones vivas en la actualidad —considerada tam-

bién la emisión de mayo de 1980— los compromisos de pagos para 1983 alcanzan los 71.000 millones de pesetas. Conviene, sin embargo, revisar estas cifras por dos razones. En

**CUADRO N.º 5
PREVISION DE PAGOS EMITIENDO LO SUFICIENTE HASTA
MAYO DE 1984 PARA ATENDER CADA AÑO
LOS COMPROMISOS FINANCIEROS DEL ESTADO
(Millones de pesetas)**

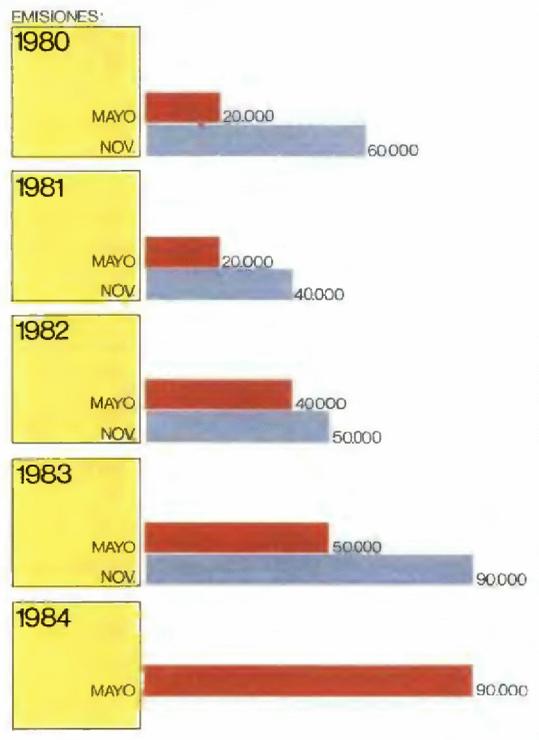
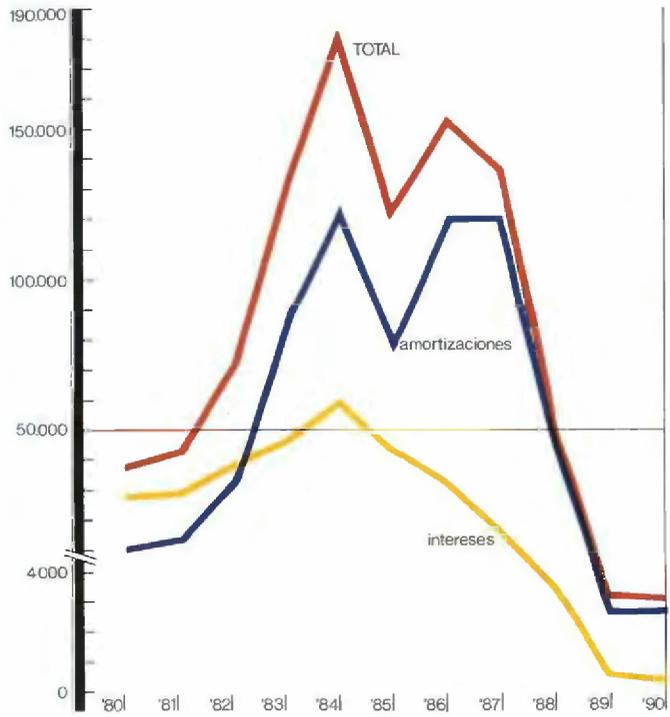
AÑOS	Emisiones	Amortizaciones	Intereses	Total
1980	20.000 mayo	10.524,9	28.285,0	38.809,9
	60.000 noviembre			
1981	20.000 mayo	13.685,2	29.488,4	43.173,6
	40.000 noviembre			
1982	40.000 mayo	33.699,6	38.674,0	72.373,7
	50.000 noviembre			
1983	50.000 mayo	87.699,6	46.394,1	134.093,7
	90.000 noviembre			
1984	90.000 mayo	123.829,4	59.194,0	183.023,4
1985	—	80.516,3	43.763,5	124.279,8
1986	—	120.516,3	33.054,1	153.570,4
1987	—	120.516,3	16.719,7	137.236,0
1988	—	47.659,2	3.510,3	51.169,5
1989	—	2.659,2	593,7	3.252,9
1990	—	2.659,2	489,7	3.148,9

primer lugar, el déficit público previsto para 1980 se sitúa entre 300 y 500.000 millones de pesetas y, por ello, no es arriesgado imaginar que el recurso al mercado en este año —y así está anunciado aunque se desconocen por el momento las cifras exactas— sea más elevado.

En una simulación verosímil, de las cifras a las que puede ascender el compromiso por pagos de Deuda hasta el 85, debería jugar también esta cantidad, que se ha supuesto de 60.000 millones emitidos en noviembre de 1980, además de considerar las necesidades derivadas de los compromisos financieros adquiridos por las deudas vivas. Con esta hipótesis, las necesidades de emisión por los vencimientos anuales, iterando cada vez que entraba una nueva deuda y simulando todo el juego de amortización más intereses, supuesto el mantenimiento de las condiciones de la última emisión, con la proyección de los pagos por el conjunto de emisiones previsto añadido a los capitales vivos en la actualidad, figura en el cuadro n.º 5. Las cifras indican claramente que las necesidades de emisión para cubrir tan sólo los compromisos de las emisiones vivas serán importantes.

Y la previsión de pagos hasta 1990 por el conjunto (sin considerar nuevas emisiones a partir de 1984) supone a partir de 1983 unos vencimientos anuales que superan los 125.000 millones de pesetas hasta 1987. Teniendo en cuenta que, en la simulación, los años siguientes van menos cargados, puesto que apenas juegan las amortizaciones y sólo los intereses de algunas deudas vivas que son poco cuantiosas.

**PREVISION DE PAGOS
EMITIDOS HASTA MAYO DE 1984
PARA ATENDER CADA AÑO LOS COMPROMISOS
FINANCIEROS DEL ESTADO**



Fuente: Cuadro n.º 5.

El cuadro es indicativo de lo que puede suceder, y es sencillamente que para 1984 las necesidades de emisión por compromisos financieros del Estado, pueden aproximarse a los 200.000 millones de pesetas. Esto sin considerar otras necesidades públicas de cubrir déficit, por ejemplo.

¿Qué significan estos datos de cara al mercado?

Desde el punto de vista de la gestión de la emisión, la capacidad de absorción neta del sistema financiero, vía coeficientes, depende del coeficiente de fondos públicos en Bancos y Cajas de Ahorro, que será equivalente al incremento de depósi-

tos multiplicado por el valor del coeficiente.

Esta colocación preferente constituye una vía privilegiada para algunos emisores y de hecho supone una subvención a los sectores favorecidos por esta cualificación, cargando con la consecuencia los otros demandantes de crédito, que se financian por ello a un coste superior. Como es bien conocido, el mecanismo de circuitos privilegiados de financiación, se modificó sustancialmente a partir del Decreto de Reforma del Sistema Financiero de 1977, que pretendía una mayor homogeneidad en las emisiones públicas e intentó conseguir una reestructuración de los tipos de in-

terés. En esta línea, las emisiones públicas realizadas a partir de esa fecha, han intentado la vía del mercado abierto como un emisor más en competencia con el resto. Por ahora es previsible, al menos por el momento, que la política financiera del Estado siga esta línea y las nuevas emisiones se lancen, por consiguiente, al mercado abierto.

Pero, naturalmente, la magnitud de las cifras proyectadas exige ya del mercado una mayor amplitud y profundidad. No es lo mismo colocar 10.000 millones que tratar de emitir 100 ó 200.000. Parece posible que en los años siguientes, y por lo menos hasta 1984, que es donde hemos cerrado la previ-

sión de emisiones, el Estado sea el emisor de más peso en el mercado de capitales. De ahí lo importante que resulta plantear con cuidado una línea de actuación coherente que, sin dañar ni forzar el mercado, le permita acceder a los recursos financieros necesarios.

Pero plantear una actitud correcta, requiere un análisis en profundidad de lo que es hoy el mercado de deuda pública, cómo está funcionando, cuáles han sido los errores o aciertos de las últimas emisiones y, en definitiva, cuál debe ser el camino a seguir en el futuro en distintos aspectos importantes si se pretende un funcionamiento efectivo del mercado secundario: lanzamiento y diseño de emisiones; canales de distribución, y su importancia para lograr una mayor amplitud del mercado, contar con una colocación correcta que facilite posteriormente la liquidez del secundario; racionalización del actual sistema de desgravaciones o fiscalidad de los valores; necesidad de especialistas y su actuación en el mercado, etc.

Por este motivo, analizaremos en primer lugar la situación actual y evolución del mercado de la Deuda Pública para tratar a continuación los puntos principales y más problemáticos de su funcionamiento.

MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA PUBLICA

Su funcionamiento

No se puede hablar de mercado único de Deuda. Las características de la misma, su pignoración, computabilidad o mercado abierto, definen tres mer-

cados muy distintos en cuanto a rentabilidad, liquidez o funcionamiento; dentro de cada uno existen además submercados por las peculiares condiciones de los tenedores de Deuda, en algunos casos, puesto que a veces el área es demasiado restringida. Otras veces se producen cambios fuera de mercado, que a veces son explicables por problemas específicos de la constitución de fianzas, al tener que sustituir por títulos de la misma clase y tipo. Estos cambios erráticos se producen así por la necesidad de compra, por parte del que tiene que reponer títulos equivalentes. Esto hace que sólo por este motivo, en mercados tan reducidos como los que tienen algunas deudas, las condiciones estén alteradas y así se explican algunos cambios que a simple vista pueden parecer aberraciones de mercado.

A continuación y de una manera esquemática se resumen las características más destacables de cada uno.

Grupo Pignorables

Este mercado de deuda pignorable de hecho funciona aparte, y está más ligado al mercado de dinero, porque para los que pueden acceder al Banco de España, que son los tenedores y compradores de estos títulos, significa un acceso automático a esta vía abierta de liquidez, lo que hace que su valoración se plantee con arreglo a otros criterios muy distintos.

El precio del dinero tendrá, desde luego, mucho que ver con las cotizaciones de este tipo de Deuda y si el efecto no es tan directo (correlación entre su-

bida del interbancario y subida de cotizaciones) es por lo reducido del mercado, que está en pocas manos y tiene poca significación.

Normalmente hoy da unas rentabilidades que oscilan entre el 3 y el 4 por 100 (tipo de rendimiento interno) hasta el final de sus vidas.

Hasta el momento, las emisiones vivas dentro de este grupo no superan los 50.000 millones de pesetas y son de las emisiones siguientes:

Deuda 4 %	1-10-71 (1)
Deuda 4 %	20- 1-50
Deuda 4 %	15-11-71
Deuda 4 %	26- 6-53
Deuda 4 %	1- 4-57
Deuda 3,5%	15- 7-51
Deuda 3 %	1928

(1) Perpetua. Excluida del cálculo.

La más líquida del grupo es la deuda del 4 por 100 de 1971 y las más rentables las del 4 por 100 de 1950 y de 1957.

El resumen de su funcionamiento en el mercado está indicado en cuadro A.

Siendo Rm el rendimiento interno hasta el final de la vida de la emisión.

Segundo Grupo: Computables

Su carácter de computabilidad dentro del coeficiente de fondos públicos les permite mantenerse con una rentabilidad muy por debajo de la de mercado. El mercado es muy estrecho y los índices de negociabilidad se

CUADRO A

AÑOS	Rm (1)	CONTRATACION		Contratación Nominal/ Capital vivo (%)
		N	E	
1977	2,88	770,2	913,8	1,75
1978	3,16	1.339,7	1.444,6	3,22
1979	3,36	2.745,5	2.882,5	7,0

(1) Siendo Rm la rentabilidad interna media.

mantienen muy bajos, siendo aproximadamente el coeficiente de rotación del 4 por 100.

Las emisiones en este grupo son las siguientes:

Deuda 5,5%	Septiembre 68
Deuda 5 %	1970
Deuda 6 %	1971
Deuda 5 %	1971
Deuda 6 %	1971
Deuda 6 %	1972
Deuda 5 %	1974

La más líquida de todas es la del 6 por 100 de mayo de 1972, mientras que las del 5 por 100 de 1970, diciembre de 1971 y de noviembre de 1974 apenas contratan y sólo de vez en cuando hacen algún paquete importante, lo que parece revelador de su mercado más restringido. El auténtico mercado de este grupo se limita así a las Deudas del 6 por 100 y del 5,5 por 100.

Las cifras del mercado secundario son las que recoge el cuadro B.

Esto denota una subida de los tipos de interés en 1979 de casi dos puntos y una reducción importante del volumen de negociabilidad.

Tercer grupo: Mercado abierto

Es realmente el mercado que nos interesa a efectos de nuestro análisis. Como todos los demás de la Bolsa es todavía un mercado muy estrecho y aunque la negociabilidad es un poco más alta en 1979 que las del segundo grupo, todavía es inferior a lo que sería deseable. Su calificación de pretendido mercado abierto se ve seriamente dificultada por la escasa negociabilidad, aunque la frecuencia de cotización (número de días que cotizan) sea muy alta. De hecho su escaso volumen negociado no

CUADRO B

AÑOS	Rm	CONTRATACION		Contratación Nominal/ Capital vivo (%)
		N	E	
1977	5,11	1.336,1	1.455,8	3,94
1978	6,95	1.884,4	1.777,7	6,1
1979	8,55	901,2	840,6	3,94

permite la autonomía pretendida, por lo que todavía son necesarios los apoyos con que cuenta para lograr la liquidez.

Como en todo mercado estrecho, la sensibilidad del precio es elevada y cualquier necesidad de realización, que supone afluencia de papel, aun en pequeñas cantidades, afecta desproporcionalmente las cotizaciones y por tanto los rendimientos. Esto puede afectar al mercado ya que está basado fundamentalmente en la seguridad y en principio debería ser más estable. Otro hecho que puede afectar al mercado, es la entrada de nuevas emisiones fuera del tipo de interés de mercado, que en los casos en que la colocación se haya realizado por debajo —Deuda de diciembre de 1979— hacen que cuando empezó a cotizar lo hiciera por debajo de la par, deteriorando en parte la imagen de estabilidad que se intentaba dar a la Deuda. Si alguien suscribió a 100 y dos meses más tarde la cotización se situó en 98, es evidente que no quedó muy bien parada la imagen de estabilidad que se prometía.

En otros casos, cuando una nueva emisión descoloca el mercado, si no hay una estrategia coherente de tipos de interés, se produce de una manera inevitable el ajuste de los cambios del mercado secundario, con lo que la pretendida estabilidad de los cambios queda en entredicho. Por tanto, deberían evitarse estos ajustes innecesarios motivados por un diseño ineficaz de la emisión.

Al tratar los problemas específicos de este mercado, se estudiarán con mayor detenimiento aspectos tales como la fiscalidad o los cauces de colocación

CUADRO C

AÑOS	Rm	CONTRATACION		Contratación Nominal/Capital vivo (%)
		N	E	
1978	10,10	2.317	2.380,9	3,86
1979	12,45	4.339	4.226,4 (1)	5,28

(1) Sin la emisión de deuda del 12,5 de diciembre de 1979.

LAS EMISIONES DE DEUDA

¿Cómo se ha producido la entrada de las últimas emisiones?

Entre 1973 y 1976 no se ha colocado ningún empréstito, pero desde 1977 en que aparece la primera deuda «de mercado» las emisiones han sido más activas. Las cantidades emitidas desde esa fecha y las condiciones de emisión figuran en el cuadro n.º 6.

Precisamente estas condiciones diversas de emisión son prueba evidente del carácter experimental en el lanzamiento de la Deuda. De hecho, la Administración parece estar tratando de dar con las condiciones óptimas en un mercado todavía sin hacer y que por tanto no tiene reglas.

que tanta importancia tienen en el funcionamiento del mercado secundario.

Los datos bursátiles del conjunto de estas Deudas para 1978 y 1979 son los que se expresan en el cuadro C.

Son todas muy líquidas en cuanto a frecuencia de cotización y aparecen en la actualidad como las más rentables las del 10,25 por 100 de noviembre de 1978 y la del 12 por 100 de julio de 1979. Estos desajustes de los tipos, las diferencias de 6-7 pun-

tos no tienen justificación, significan una escasa racionalidad en el funcionamiento del mercado secundario y se tratará más extensamente al hablar de las nuevas emisiones.

Para tener una visión en detalle de los diferentes comportamientos de emisiones dentro del mismo grupo, hemos realizado un resumen esquemático del comportamiento individual de cada clase de títulos en los tres últimos años. Este resumen se inserta al final del trabajo.

CUADRO N.º 6

EMISIONES DE DEUDA PUBLICA EN «MERCADO ABIERTO»

	Diciembre 77	Junio 78	Noviembre 78	Julio 79	Diciembre 79	Mayo 80
Cantidad (millones de ptas.).	20.000	10.000	30.000	20.000	50.000	22.000
Nominal de los títulos (ptas.).	(De 10.000 a 1 millón nominal)	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Tipo nominal	10,25	9,5	10,25	12	12,5	12,5
Amortización	Sorteo desp. 3 ^{er} año hasta 1987	Una sola vez 1983	Una sola vez 1983	Una sola vez 1984	3 y 5 años con prima 103	A 3 y 4 años por sorteo
Desgravación (en el momento de emisión)	26 %	26 %	26 %	15 %	15 %	22 %
Colocación	Suscripción directa Banco de España	Suscripción directa	Sindicato bancario	Sindicato bancario	Sindicato bancario	Ventanilla abierta
Comisión	1,85 %	1,85 %	2 %	2 %	2 %	Entre 1,25 % y 2,5 %

Amortización

Los cortos períodos actuales pueden provocar problemas de refinanciación y no cabe duda que multiplican el coste de colocación de un modo innecesario. En este punto existen dos cuestiones a plantearse. En primer lugar, que con unos tipos tan elevados puede ser problemático comprometerse a largo. Es un problema de incertidumbre en definitiva. Por otro lado, los intereses de emisores e inversores en este sentido son contrapuestos, si los dos tienen las mismas expectativas, y la consecuencia lógica es el acortamiento del plazo de compromiso.

Un segundo aspecto es la influencia en el plazo del sistema actual de desgravación. De hecho, con el sistema actual, la inversión tipo es a tres años y la prima de amortización, para igualar el tipo teórico efectivo, es tan alta que al Estado parece no interesarle por el momento asumir este compromiso directo.

Ajuste de los tipos

En el diseño de la emisión, un problema previo es el ajuste a las condiciones de mercado. Cuando la emisión se lanza por debajo es preciso forzar su colocación —comisiones u otro mecanismo—, que puede resultar equivalente a dejar flotante el precio de salida hasta que se produce el ajuste. Cuando se lanza por encima, se termina pagando más de lo necesario por los recursos conseguidos, es decir, se ha planeado de un modo ineficiente la captación de recursos, y, si la emisión es cuan-

tiosa, puede terminar por desajustar el mercado.

De hecho, cuando hay una nueva emisión, al posible inversor se le ofrece la posibilidad de entrar o no. El bombardeo del anuncio, a través de los medios de comunicación social, llama la atención en el momento y, es así, cómo el inversor privado analiza sus posibilidades de inversión y plantea su alternativa. En ese momento realiza sus cálculos y se ocupa de qué hacer en el mercado, por lo tanto analiza también las posibilidades del secundario. Por lo que se ha observado en las últimas emisiones, es en esos momentos cuando se está produciendo el ajuste del mercado secundario con una mayor racionalidad.

De hecho lo que ocurre es que la desconexión de los inversores con el mercado secundario es grande y de ahí los rendimientos anormalmente altos del mismo. En un mercado así, los oferentes de fondos juegan con ventaja, simplemente por el hecho de que vende todo aquel que lo necesita, al ser un mercado reducido y funcionando el inversor con poca información y sin un seguimiento efectivo de las cotizaciones. Por estas circunstancias, los rendimientos están más altos de lo que el mercado exige. Al plantearse una nueva emisión, con todo su despliegue informativo, los inversores la estudian como alternativa y, cada vez más, la analizan en comparación con otras posibilidades para la misma gama de activos. Así, en la última emisión se ha producido un efecto de mayor racionalidad de los tipos, con tendencia a igualar los rendimientos efectivos. Antes, la magia del tipo nominal pesaba más en el inversor, pero en la ac-

tualidad parece que el criterio de selección es más riguroso y el anuncio de una emisión a un tipo nominal más elevado constituye, para los inversores que actúan de un modo más racional, simplemente una alternativa que estudian con las otras.

Vamos a analizar a continuación la última entrada de Deuda en el mercado, y tratar de comprobar si se ha producido con normalidad o si su planteamiento ha sido el correcto.

Emisión de Deuda del 12,5 por 100 de mayo de 1980

La evolución de los tipos de interés en el mercado secundario de deuda durante el primer trimestre de 1980 se recoge en el cuadro 7. Según se desprende de estos datos, el comportamiento es irregular y el mercado secundario no resulta homogéneo en las distintas emisiones. Por un lado, los datos reflejan en el período un ajuste a la baja de casi un punto en las que estaban por encima del 22 por 100 de rentabilidad interna media —considerando la desgravación del 15 por 100— la emisión de julio de 1979 al 12 por 100, que estaba en una rentabilidad interna del 21,93 al 30 de enero, sube al 22,14; la emisión de diciembre de 1977 en los títulos de la serie A, sólo marca un 18,30 de rendimiento interno en marzo, con lo que se sitúa a casi 6 puntos de diferencia de la emisión de diciembre de 1979 y a 5 de la del 10,25 de noviembre de 1978, que son las de más alta rentabilidad.

El diseño de la emisión se gesta así en un ambiente de

CUADRO N.º 7

EVOLUCION DEL MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA PUBLICA DURANTE 1980

	28 DE MARZO DE 1980		29 DE FEBRERO DE 1980		30 DE ENERO DE 1980	
	C	Rd	C	Rd	C	Rd
Amortizable 10,25 por 100 (5-12-77):						
Serie A	99,50	18,30	100	18,10	98	18,89
Serie B	93,50	20,76	95	20,13	94	20,55
Serie C	92,50	21,21	92	21,43	—	—
Serie D	91,50	21,65	90,50	22,10	91	21,87
Amortizable 9,5 por 100 (8-6-78)	92,75	21,81	91,75	22,33	91,25	22,63
Amortizable 10,25 por 100 (noviembre 78)	90,50	23,61	88,75	24,52	88,75	24,52
Amortizable 12 por 100 (julio 79)	93,50	22,14	93,75	22,04	94	21,93
			1.ª cotización, 26 de febrero: 98			
Amortizable 12,5 por 100 (diciembre 79)	97,25	24,37	98,75	23,49	—	—
(Amortización en 1982)						
(Amortización con prima)	97,25	21,64	98,75	21,04	—	—

NOTA:

C = Cotización.

Rd = Rentabilidad efectiva a la vida media considerada la desgravación por inversiones del 15 por 100.

ajuste de los tipos de interés que, con la desgravación del 15 por 100, estaban en unos rendimientos internos efectivos entre el 18,30 y el 24,37. Demasiada dispersión para tan poca diferencia entre los títulos, que diría un observador imparcial, pero de todas formas lo significativo era que las mayores rentabilidades estaban entre el 22 y el 24 por 100.

Veamos ahora qué pasa con la nueva emisión. De entrada, la desgravación del 22 por 100 para el inversor privado, que sin duda tiene un efecto psicológico importante que ha ayudado en su colocación, descoloca el mercado. Es decir, habíamos visto anteriormente que los tipos durante el 80 habían oscilado alrededor del 22-24 por 100; pero la nueva desgravación se sale del marco, situando la nueva evidentemente en merca-

do (23,5 por 100), pero, al hacerla general, de hecho, desajustando el resto. ¿Quizás hubiera sido más conveniente ajustar por el tipo y no ajustar por desgravación? O, ¿podría haberse dejado la desgravación del 22 por 100 exclusivamente para esta Deuda?

Técnicamente al menos, el resultado de la desgravación generalizada coloca a las otras deudas —noviembre 78 al 10,25—, por ejemplo, casi dos puntos de salida por encima de la nueva emisión, pero la emisión sin embargo se coloca con éxito —incluso se supera la cantidad originariamente prevista— y, por tanto, el objetivo fundamental de colocación queda cubierto.

Para los inversores que no podían acogerse a la desgravación, entraba claramente fuera del mercado, por rentabilidad,

por lo menos en tres puntos, puesto que la mayoría de deudas se situaba entre el 14 y el 16 y la nueva salía a 12,88 de Rm efectivo (sin tener en cuenta la fiscalidad del valor). Por lo tanto se daban todas las condiciones previas para que hubiera funcionado el arbitraje. A las sociedades, por ejemplo, les hubiera interesado vender las viejas emisiones y suscribir nuevas, teniendo en cuenta la bonificación en la cuota por intereses de la nueva emisión y, por otro lado, por su capacidad de negociación poder conseguir comisiones más altas y mejores precios. A los suscriptores privados les era indiferente desde el punto de vista fiscal la nueva o viejas y, por otro lado, su capacidad de negociación es menor en cuanto a las comisiones. Se guiarán, así, por otros criterios a la hora de plantearse su alternativa inversora.

CUADRO N.º 8

AJUSTE DEL MERCADO DE DEUDA PUBLICA DURANTE EL PERIODO DE EMISION DE LA ULTIMA DEUDA (7 DE MAYO DE 1980)

	28 DE MARZO			15 DE ABRIL			22 DE MAYO		
	C	Rm	Rmd	C	Rm	Rmd	C	Rm	Rmd
Amortizable 10,25 por 100 (5 de diciembre de 1977):									
Serie A	99,50	12,1	21,94	100,25	11,84	21,63	100, —	11,92	21,74
Serie B	93,50	14,25	24,83	95, —	13,69	24,09	95,50	13,52	23,85
Serie C	92,50	14,63	25,36	94,75	13,78	24,22	95,75	13,41	23,83
Serie D	91,50	15,02	25,87	92,25	14,72	25,48	94, —	14,06	24,59
Amortizable 9,5 por 100 (8 de junio de 1978).	92,75	14,59	26,83	92,75	14,59	26,83	96,50	12,85	24,57
Amortizable 10,25 por 100 (noviembre 78)...	90,50	14,23	25,59	92, —	13,60	24,77	87,75	15,32	27,15
Amortizable 12 por 100 (julio 79) ...	93,50	16,09	26,28	93,75	16, —	26,16	95,50	15,32	25,29
Amortizable 12,5 por 100 (diciembre 79)...	97, —	17,19	30,48	98, —	16,63	29,78	98,75	16,22	29,26
(Amortización con prima) ...	97, —	16,13	25,57	98, —	15,78	25,11	98,75	15,52	24,76
	—	—	—	100, —	12,88	23,44	100, —	12,88	23,44
Amortizable 12,5 por 100 (mayo 80) ...	—	—	—	98, —	13,77	24,53	98, —	13,77	24,53

NOTA:

C = Cotización.

Rm = Rentabilidad interna a la vida media.

Rmd = Rentabilidad interna a la vida media considerando los flujos que recibe el inversor privado por el sistema actual de desgravación fiscal (22 por 100) y retención a cuenta y cómputo posterior debido a los dividendos.

También es evidente que en esta negociación, en que a los particulares les podía interesar comprar viejas, y a las sociedades venderlas, las condiciones de ambos son muy diferentes y podrían haber afectado el funcionamiento del secundario. En la emisión actual ha funcionado bien la elección de los particulares que operan habitualmente; les era más rentable, evidentemente, comprar viejas y así lo hicieron, y, sin embargo, no se sabe por qué razón las sociedades han vendido aparentemente poco. Pudiera ser debido al anuncio de la próxima emisión de DP, destinada fundamentalmente a sociedades. De hecho en los últimos días de la suscripción se ha producido además una rebaja en el tipo de interés de más de un punto, por la subida de

cotizaciones, lo que hubiera sido buena ocasión para las sociedades. Pero éstas han estado muy desligadas del mercado secundario y no han actuado. De hecho, los resultados han sido subida de cotizaciones y poco volumen negociado en algunas emisiones.

Como resumen, el cuadro número 8 ofrece la variación en el mercado secundario durante la emisión de Deuda. Al final (22 de mayo) quedan a los mismos niveles prácticamente las emisiones desde noviembre del 78 entre 15,20 y 16,22, sin tener en cuenta la desgravación. La emisión de diciembre del 77 y la de junio del 78 dan rentabilidades inferiores al 13 por 100 (sin desgravación) y para títulos de 10.000 pesetas de nominal. De

hecho a los inversores «nuevos» se les presentaba como mejor alternativa comprar viejas que suscribir nuevas, pero el arbitraje entre inversores privados no se ha producido por la inmovilidad que el actual sistema de desgravación les impone.

Algunas observaciones

Es necesario plantearse que el funcionamiento coherente del mercado secundario exige corregir ciertas cuestiones que se han detectado como perturbadoras de un funcionamiento racional. El tema fiscal aparte, es preciso mencionar, entre otras, las siguientes:

- La distinción por series de la misma emisión parece un error.

Lo que hace es frenar todavía más el mercado secundario. Por distintas condiciones, algunas de las cuales se refieren a las condiciones de sustitución de títulos que constituyen reservas, fianzas u otros depósitos contrastables, etc., al emitir en distintas series se fragmenta aún más el mercado. Lo más que se puede hacer al emitir es hacer una prospección para ver cuáles son las exigencias del mercado, o bien a partir de la experiencia acumulada, analizar cuáles son las emisiones más ajustadas. No cabe duda que funcionan mejor los títulos pequeños.

- En cuanto al diseño, un factor que puede contribuir a su desajuste de salida, si el mercado es lo suficientemente dinámico —condiciones actuales—, es la demora entre el planteamiento de la emisión y su salida efectiva. Los trámites necesarios para que la emisión entre efectivamente en el mercado deben, por eso, ser lo suficientemente ágiles para que no transcurra demasiado tiempo entre la planificación y el lanzamiento efectivo y las circunstancias sigan siendo las mismas, con lo que la salida no sea desajustada.

- El impacto monetario del componente financiero de la emisión de Deuda debería, asimismo, planearse para atenuar en lo posible su efecto sobre la liquidez del sistema. Evidentemente es difícil organizar el componente financiero del gasto público puesto que la inversión no se realiza de forma continua, el problema del gasto corriente es menor en ese sentido, y, por tanto, es recomendable cualquier factor que consiga atenuarlo. En este sentido, parece más conveniente la emisión continua, puesto que el efecto monetario se diluye.

- Otro problema es la absoluta falta de coordinación entre las emisiones del sector público, y esto entra de lleno en la consideración general de la gestión de las emisiones. En general, cada emisor trata simplemente de colocar «su emisión» y el ejemplo más reciente es la emisión de RENFE, avalada por el Estado, al 14,25 en noviembre de 1979, y, casi al mismo tiempo, la de Deuda Pública al 12,50, con una diferencia de casi dos puntos.

- Por otro lado, la coordinación de emisiones entre el Sector Público y el Sector Privado debería planificarse para ajustarlas a la capacidad de absorción del mercado. La época y el vencimiento de pagos del Sector Público tienen mucho que ver con el aumento de liquidez y la capacidad de absorción de los ahorradores. Algo tan fácil de controlar como el flujo que por amortizaciones e intereses llega al mercado, debería ser un dato a tener muy en cuenta en el lanzamiento de nuevas emisiones. En la estrategia de emisiones debería, por tanto, planificarse con cuidado las cantidades a emitir, el ritmo y la política de tipos.

- En el aspecto monetario, y por las circunstancias anteriores, parece más conveniente la emisión continua, pero también tiene la ventaja de no forzar el mercado en períodos cortos y ser una alternativa permanente de colocación. Así, puede tener sentido anunciar una emisión anual continua, con las mismas características para todo el período, pero que se vende a distinto precio según el momento de adquisición para ajustarla al mercado.

La dificultad puede ser acostumar al ahorrador a esta nue-

va fórmula, cuando hasta ahora la imagen ha sido otra. Es decir, hasta el momento todo el esfuerzo publicitario se había centrado precisamente en el período de suscripción abierta de una emisión y tratando precisamente de colocar «esa emisión».

- Apoyar una política de mercado, tratando de lograr una mayor racionalidad, en algo tan poco complicado como la renta fija parece un objetivo fácilmente conseguible, a poco que, al menos por el Estado, se empiece a actuar de forma coherente.

- Otro tema importante, es el lanzamiento de emisiones con un mayor abanico de plazos y una estructura lógica de los tipos de interés.

- En todo el planteamiento una política de información más que de desinformación y de educación del inversor, entra dentro del esquema general de mayor racionalidad y de conseguir una ordenación del mercado secundario. No conviene olvidar que la forma de proceder en el mercado primario lo condiciona tremendamente.

CONCLUSION FINAL

En todo el planteamiento anterior, se pone de manifiesto la necesidad del Sector Público de seguir emitiendo en los próximos años en cantidades importantes, lo que le convertirá posiblemente en el emisor más fuerte del mercado. Pero para que la fluidez del mercado quede asegurada, es preciso resolver previamente una serie de problemas que dificultan la capacidad de absorción del mercado primario y el funcionamiento correcto del secundario. Entre los más urgentes cabe plantearse tres:

- * la necesidad de «hacer merca-

do», que tiene que ver con la necesaria liquidez del mercado secundario;

- * la necesidad de ampliar en profundidad el mercado, directamente ligada a la forma de colocación y, por último,
- * el problema de los incentivos fiscales concedidos a los títulos.

Necesidad de hacer mercado: los «market makers»

En un mercado tan estrecho la liquidez no está suficientemente asegurada y dar liquidez resulta fundamental para conseguir un funcionamiento más correcto. Son así necesarios los *market makers*, es decir, los que hacen mercado.

Hasta ahora, en las emisiones de deuda «de mercado» ha sido el propio Banco de España el que ha cubierto este papel, al no existir en nuestra Bolsa esta figura, habitual en otros mercados más operativos. La actuación del Banco de España ha pretendido ser neutral. Es decir, su objetivo ha sido asegurar la liquidez y no forzar el mercado, que, aunque parece fácil de lograr, exige una complicada estrategia. En la filosofía de actuación ha prevalecido el criterio de asegurar la liquidez pero mantener la tendencia del mercado, dejando que el mercado haga su «cambio» y tratando simplemente de suplementar la posición.

¿Sería más lógica una postura más activa? Lo que sí está claro es que resulta más arriesgado, y es más comprometido también, fijar en todo momento la posición de compra-venta con unos límites operativos, en el sentido de que si no se elige bien

la posición puede quedarse de comprador o vendedor único. Con un mercado tan estrecho tomar partido por el mercado, fijando unos límites operativos de gestión, es casi siempre controlar o dirigir el mercado en cierto sentido. Con mercados más amplios, naturalmente, se elimina parte del efecto. En este sentido, la actuación del Banco hasta el momento ha parecido la correcta, y el problema más importante que se ha planteado ha sido evitar los efectos de una estrategia de venta planteada con el fin de conseguir precios más favorables en determinadas operaciones.

El sistema de lista, que también se ha seguido por el Banco en ocasiones, supone a la vista de las posiciones de oferta y demanda, fijar un cambio, de manera que se realice el mayor número posible de transacciones. En la práctica este sistema tampoco elimina los efectos de una estrategia de operaciones que trata de comprometer al especialista (en este caso el Banco), por lo que no parece muy distinto de la posición anterior, que deja al Banco la posibilidad de una actuación más flexible.

Por el momento, en cuanto a las emisiones de Deuda Pública, ha actuado como *dealer* el propio Banco, pero podría parecer razonable apoyar ciertas sociedades que «hicieran mercado». La ventaja del Banco puede ser el prevalecer el objetivo de liquidez al económico, que siempre estará presente en un operador distinto. Por otro lado, la dificultad de conseguir los fondos necesarios en algunos momentos para la actuación del operador, exigiría en algunos momentos la asistencia en último extremo del propio Banco. De cualquier modo, no cabe duda,

que una política decidida de apoyo a sociedades especializadas en valores, regulando la forma de actuación y política de apoyo, resultaría favorecedora para la fluidez del mercado.

Colocación de la Deuda

En relación con los costes de colocación de las emisiones privadas, la colocación de la Deuda Pública no está siendo demasiado cara —costes efectivos.

Pero un tema evidente es la vía de colocación, es decir, a través de qué intermediarios se realiza. Hasta hace poco tiempo —el tema varió en las últimas emisiones— la Banca actuaba de colocador único y se limitó en gran medida a colocar en grandes paquetes normalmente institucionales, por lo que las primeras emisiones no resultaron suficientemente distribuidas.

Evidentemente, el esfuerzo de colocación —colocar bien y abrir mercado— es importante para el funcionamiento correcto posterior del mercado secundario; por tanto, por el momento se debería aprovechar en lo posible el potencial de colocación de otros intermediarios y tal vez plantearse, si las emisiones públicas se siguen prodigando con mayor intensidad, una red de colocación realmente eficaz que consiga abrir el mercado.

Lo que sí está claro es que se deben potenciar otras alternativas de colocación y no limitarse cómodamente a utilizar con exclusividad a la Banca. Por esta vía se correrá siempre el peligro de carecer de autonomía para desarrollar con independencia una política de mercado de Deuda a la medida de las necesidades del Sector Público y de la economía del país.

Los incentivos fiscales

No es este el momento de entrar en un análisis profundo sobre el debatido tema de los incentivos fiscales a la inversión. Basta reconocer el hecho de que es un sistema de fomentar el ahorro que supone la asunción de un coste por el Estado, por vía directa —subiendo el interés con que retribuya— o por vía indirecta —dejando de percibir impuestos—. Para el emisor privado es una forma de subvención encubierta en la que, con cargo al Estado, puede rebajar sus costes financieros.

Financieramente, y capitalizando mensualmente, el coste para el Estado de la última Deuda, suponiendo que los suscriptores fueran particulares con posibilidad de desgravar y que los gastos de colocación fueran dos puntos, podía alcanzar el 24 por 100 (si toda la colocación hubiese sido privada).

Sin entrar a discutir el hecho de la desgravación, conviene señalar que las medidas adoptadas, a través de la Ley de Presupuestos para 1980, elevando al 22 por 100 la deducción por inversiones en Deuda del Estado o Comunidades Autónomas, y al 20 por 100 la de carácter local (provincias y municipios), afecta exclusivamente al impuesto sobre la renta de las personas físicas, estableciendo, en consecuencia, un tratamiento desigual según el inversor sea o no persona física. Junto a este tema conviene plantear otras dos cuestiones.

En primer lugar, con el sistema actual de desgravaciones, en que la desgravación es un componente muy importante de la retribución del inversor en valores, se está frenando toda la

actividad en el mercado secundario. La tenencia forzosa de los títulos en cartera durante tres años tiende a inmovilizar los títulos en manos de su primer adquirente, al tiempo que se está forzando a una emisión-tipo de tres años de duración. La imposibilidad de arbitraje a consecuencia de la obligación del mantenimiento de los mismos títulos, sobre los que se aplica la desgravación en la cartera, explica en cierto modo, además de la inmovilización, el desajuste del mercado secundario. Y si nos falta la agilidad del secundario, estamos restando liquidez a la inversión, una de las razones y de las ventajas de la Bolsa.

En segundo lugar, en cada nuevo lanzamiento se trata simplemente de «colocar», sin que aparezca una estrategia clara de tipos de interés. En la última emisión entraba al tipo efectivo que entonces jugaba en el secundario (22-24 por 100 para el inversor individual que desgrava), pero la generalización de la desgravación a las otras Deudas, que sin duda se realizó pretendiendo no hacer submercados de Deudas, descolocó los tipos de rendimiento interno de las otras para el inversor que entrara en esos momentos, situándolas por encima de la nueva. Además, con este sistema de desgravaciones, no se conoce con exactitud cuál es el coste, se sabe que sale carísimo pero se desconoce la cantidad exacta.

El tema por tanto tiene demasiada incidencia para darlo por bueno, es preciso revisar todo el sistema y, si no, se corre el peligro de colapsar la actividad del mercado secundario. Ante la reforma caben dos alternativas:

- a) Aclarar la posibilidad de desinversión-inversión en títulos de las mismas características y seguir realizando la desgravación sobre el principal con posibilidades de nuevo cómputo si la inversión se mantiene por más de tres años.
- b) Establecer la desgravación directamente sobre los intereses, que es el sistema que se utiliza en los Estados Unidos. El inversor americano en títulos que gozan de la exención sabe así que no debe incluir sus rentas por esta inversión en la base imponible en su declaración sobre la renta. Es decir, los títulos quedan limpios del impuesto. En nuestro país existen antecedentes en la Ley de Presupuestos de 1980 en la que se establece esta posibilidad, habiéndose aplicado en la última emisión de Deuda a las Sociedades.

Cualquiera de los dos sistemas es desde luego mejor que el actual y únicamente cabe plantearse para la sustitución cómo funcionan en cuanto a incentivos. Aunque posiblemente el mercado se ajustase a rendimientos inferiores, alcanzar un tipo de rendimiento efectivo del 20-24 por 100 con el segundo sistema pudiera suponer una subida de los tipos nominales de dos a tres puntos, supuesto un tipo medio impositivo del 20 por 100. El efecto óptico de esta subida puede hacerlo desaconsejable y apoyar por ello la primera solución. De cualquier modo el tema es lo suficientemente importante para tratarlo con mucho cuidado y pudiera resultar conveniente efectuar un pequeño sondeo sobre el funcionamiento de cada una de las dos soluciones como incentivo.

COMPORTAMIENTO INDIVIDUAL DE CADA TITULO

a) GRUPO PRIMERO: PIGNORABLES

Deuda 4 por 100, 20 de enero de 1950

Acusa pero sólo en un punto desde 1977 la subida de los tipos de interés. El reajuste al alza se produce después de la emisión al 10,25 de diciembre de 1977, que es la primera emisión abierta que lanza el Estado. Las emisiones realizadas con posterioridad ya no han alterado prácticamente los cambios que naturalmente se mueven más de acuerdo con las oscilaciones del mercado monetario.

Normalmente viene mostrando rentabilidades negativas o prácticamente nulas, para los compradores, hasta dos o tres de las próximas amortizaciones a la fecha de compra. En el año 77 venía dando alrededor de 2,60 a 2,70 como rentabilidad interna (hasta la última amortización), subiendo, sin embargo, en octubre hasta el 3,70.

En la actualidad sigue dando rentabilidad negativa para el comprador que amortice inmediatamente, pero su rentabilidad interna pasa del 3,80.

Es una deuda que no hace cambios frecuentemente y cuando los realiza no son de excesiva cuantía.

DATOS BURSATILES

	77	78	79
Número de días cotizados	73	38	44
Cambio máximo	123,50 (III)	114 (X)	105,25 (VI)
Cambio mínimo	109,00 (X y XI)	107 (XII)	103 (VIII, VII y IX)
Pesetas nominales (millones)	100,6	144,5	17,3
Pesetas efectivas (millones)	119,8	155,9	18,1
Rentabilidad de mercado anual (1)	2,50 %	-2,63 %	3,30 %
Rentabilidad interna media	2,81	3,35	3,71
Volumen negociado sobre la cantidad viva (%)	1,83 %	3,00 %	0,40 %

(1) Calculada por $\frac{C_t - C_{t-1} + r_t}{C_{t-1}}$, siendo C cotización y r cobro durante el año de cupones.

Deuda 4 por 100, 15 de noviembre de 1971

Su movimiento es muy similar al de las otras deudas del 4 por 100. Es una deuda que hace cambios con relativa frecuencia y cantidades elevadas sobre todo en 1979, por lo que su nivel de rotación sube a 7,5 por 100. Descuenta de forma irregular los pagos de cupón.

Sus rentabilidades internas, medidas desde el 77, muestran un progresivo avance cuyo punto principal de salto está en septiembre del 77 donde pasa de un 2,86 hasta un 3,38, siendo a partir de ese momento bastante regular con anomalías en los descuentos de cupón.

DATOS BURSATILES

	77	78	79
Número de días cotizados	151	128	113
Cambio máximo	124,50 (III)	113 (I)	107,50 (I)
Cambio mínimo	106,50 (X)	106 (VIII)	103,5 (VIII)
Pesetas nominales (millones)	240,7	317,6	653,1
Pesetas efectivas (millones)	287,5	342,7	687,4
Rentabilidad de mercado anual	-1,50 %	-1,32 %	0,7 %
Rentabilidad interna media	2,99	3,30	3,50
Volumen negociado sobre la cantidad viva (%)	0,23 %	3,20 %	7,5 %

Deuda amortizable 4 por 100, 1 de abril de 1957

Características muy similares a las anteriores pero con dos puntualizaciones: Ha mantenido desde siempre rentabilidades por encima de las otras de su grupo, estando en la actualidad su tipo de rendimiento interno por encima del 3,8 por 100. Por otra parte, con menos cambios que las anteriores mueve un volumen muy elevado, y su coeficiente de rotación es superior.

Es la única deuda de las de su grupo que ya antes de la aparición de la del 10,25 por 100 —77— estaba en rentabilidades superiores al 3 por 100.

DATOS BURSATILES

	77	78	79
Número de días cotizados	33	19	17
Cambio máximo	125 (13-IV)	109 (I-II)	113 (9-X)
Cambio mínimo	108 (X, XI y XII)	106,50 (13-XII)	104,50 (4, 5, 6 y 8)
Pesetas nominales (millones)	110,0	139,9	420,4
Pesetas efectivas (millones)	133,4	149,5	445,6
Rentabilidad de mercado anual	-5,88 %	2,31 %	5,16 %
Rentabilidad interna media	3,30 %	3,60 %	3,68 %
Volumen negociado sobre la cantidad viva (%)	1,5 %	2,00 %	6,3 %

Deuda 4 por 100, 26 de junio de 1953

Su comportamiento es homogéneo con lo mencionado para su grupo, pero los cambios son menos frecuentes y los volúmenes en algunas ocasiones muy elevados.

Se mantiene actualmente alrededor de un 3,40 de rentabilidad interna y al igual que las anteriores dio un salto hacia septiembre-octubre de 1977 pasando la barrera del 3 por 100. Descuenta irregularmente los cupones, dando lugar a cambios bruscos en las rentabilidades.

DATOS BURSATILES

	77	78	79
Número de días cotizados	67	48	43
Cambio máximo	124 (I y II)	112 (I)	105,25 (VI)
Cambio mínimo	107 (X y XI)	106 (XII)	103 (VII)
Pesetas nominales (millones)	189,6	554,6	1.271,3
Pesetas efectivas (millones)	229,1	601,7	1.329,2
Rentabilidad de mercado anual	-2,8 %	-1,78 %	3,3 %
Rentabilidad interna media	2,87	3,13	3,37
Volumen negociado sobre la cantidad viva (%)	1,30 %	4,00 %	9,5 %

Deuda 3,5 por 100, 15 de julio de 1951 (canjeada en 1971)

No acusa ninguna de las últimas emisiones y hasta hace poco tiempo era normal en ella mantener rendimientos inferiores al 3 por 100 con variaciones inesperadas en momentos en los que debía esperarse. En la actualidad está sobre el 3,25. Hace operaciones de una forma regular y descuenta cupones muy irregularmente, unas veces en exceso y otras por defecto.

DATOS BURSATILES

	77	78	79
Número de días cotizados	90	101	75
Cambio máximo	119 (14-I)	113 (II y III)	108 (X y XI)
Cambio mínimo	108 (VI y VII)	105 (XII)	103,75 (XI)
Pesetas nominales	83,4	150,7	163,8
Pesetas efectivas	94,4	160,4	175,2
Rentabilidad de mercado anual	-2,14 %	-2,25 %	5,24 %
Rentabilidad interna media	2,62	2,83	2,98
Volumen negociado sobre la cantidad viva (%)	1,7 %	3,3 %	4,00 %

Deuda 3 por 100, 1928 (canjeada en 1969)

Ha seguido una trayectoria muy similar a la anterior deuda del 3,50 por 100, estando hasta hace poco por debajo del 3 por 100 de rentabilidad y habiendo subido en la actualidad por encima del 3,10. Nos encontramos con la primera deuda que ya ofrece una rentabilidad interna superior a su valor nominal o lo que viene a ser lo mismo, una deuda que ha bajado su cotización por debajo de la par. Cotiza regularmente pero sin operar en grandes cantidades.

DATOS BURSATILES

	77	78	79
Números de días cotizados	93	68	65
Cambio máximo	113 (V)	109,50 (IV y V)	104,25 (I)
Cambio mínimo	107 (varios)	105 (I y II)	100,50 (X)
Pesetas nominales (millones)	45,7	32,2	219,3
Pesetas efectivas (millones)	49,5	34,1	226,7
Rentabilidad de mercado anual	2,78 %	1,17 %	0,24 %
Rentabilidad interna media	2,68	2,78	2,95
Volumen negociado sobre la cantidad viva (%)	3,4 %	2,4 %	19,00 %

b) SEGUNDO GRUPO: COMPUTABLES

Deuda 5,5 por 100, septiembre 1968

Entramos con esta deuda en otro mercado, y su funcionamiento por tanto es muy distinto del anterior. Ha estado dando últimamente rentabilidad, del orden de 7 al 8 por 100, aunque en 1977 estaba por debajo del 6 por 100 de rentabilidad. A veces se producen grandes variaciones de cotización en un solo cambio y por consiguiente en rentabilidades al comprador, dando saltos de cerca de dos puntos de rentabilidad, como en diciembre de 1977, en que pasó de 5,93 en noviembre a 7,85 en diciembre.

En esta deuda ya existen diferentes cotizaciones entre las distintas series y hay momentos en los que las diferencias llegan a ser hasta de cinco puntos.

DATOS BURSATILES

	77	78	79
Número de días cotizados	91	56	77
Cambio máximo	114 (I)	99 (I)	98,50 (V)
Cambio mínimo	88 (XII)	90 (I y IX)	94 (varios)
Pesetas nominales (millones)	98,0	82,6	266,7
Pesetas efectivas (millones)	101,8	78,4	253,4
Rentabilidad de mercado anual	-13,96 %	12,78 %	3,61 %
Rentabilidad interna media	5,92	7,31	7,27
Volumen negociado sobre la cantidad vi- va (%)	2,8 %	2,4 %	11,4 %

Deuda 5 por 100, 1970

Es de entrada una deuda que cotiza muy pocas veces pero en paquetes importantes. Tiene amortización prevista el 7-11-80 y a pesar de ello y de tener por delante dos cupones, el 1-4-80 se hizo una operación a 95 por 100, lo que suponía una rentabilidad superior al 12 por 100 en siete meses.

En 1977, sin embargo, estaba operando en rentabilidades muy bajas que se ajustan en 1978, llegando a dar incluso rentabilidades superiores al 10 por 100.

DATOS BURSATILES

	77	78	79
Número de días cotizados	3	4	1
Cambio máximo	108,50 (II)	100 (IV)	95 (9-I)
Cambio mínimo	107,50 (II)	95 (XI)	95 (9-I)
Pesetas nominales (millones)	17,0	217,4	14,5
Pesetas efectivas (millones)	18,3	216,1	13,8
Rentabilidad de mercado anual	5,58 %	1,01 %	5,26 %
Rentabilidad interna media	3,20	6,73	11,49
Volumen negociado sobre la cantidad vi- va (%)	0,4 %	4,9 %	0,3 %

Deuda 5 por 100, diciembre 1971

Hace operaciones raramente pero en grandes paquetes. Pertenece al grupo de deudas que dan alrededor del 8 por 100 y en la actualidad sus rentabilidades son próximas al 9 por 100. No descuenta cupones en ningún momento, por lo que si no fuera un mercado tan restringido podría tener interés entrar y salir en el mercado a la espera del cobro del cupón más próximo. De todas formas la estrechez del mercado posiblemente frustrase el intento, que fracasaría en cuanto hubiera demanda para el valor, ya que cualquier operación forzaría sin duda los cambios.

DATOS BURSATILES

	77	78	79
Número de días cotizados	0	6	1
Cambio máximo	—	100 (IV y V)	99 (12-I)
Cambio mínimo	—	98 (XI)	99 (12-I)
Pesetas nominales (millones)	—	348,2	77,5
Pesetas efectivas (millones)	—	344,8	76,7
Rentabilidad de mercado anual	—	4,04 %	5,05 %
Rentabilidad interna media	4,17	6,03	6,64
Volumen negociado sobre la cantidad viva (%)	—	8,7 %	1,9 %

Deuda 6 por 100, junio 1971

Es la deuda que más marcadas tiene las diferencias de cotización entre sus diferentes series. Desde 1977 tuvo periodos de hasta 10 puntos de diferencia y en la actualidad superan los 20 puntos. Desde 118 a 96. Por tanto las diferencias de rentabilidad entre series es enorme. De hecho quien compre a 118 se arriesga a perder dinero en cualquiera de las amortizaciones que restan. Curiosamente en sus cotizaciones, la serie A ha ido aumentando gradualmente su cotización, estando la B como puente (actualmente 100) con la C que ha ido bajando su cotización. Es difícilmente enmarcable en alguno de los grupos de deudas por su falta de homogeneidad con las restantes.

DATOS BURSATILES

	77	78	79
Número de días cotizados	83	82	84
Cambio máximo	116,50 (IV)	111 (VI y VII)	118 (XII)
Cambio mínimo (1)	95 (XII)	88 (XI)	89 (I, II y III)
Pesetas nominales (millones)	550,4	405,3	144,7
Pesetas efectivas (millones)	619,1	378,4	135,7
Rentabilidad de mercado anual	-9,82 %	5,38 %	10,00 %
Rentabilidad interna media	5,18	7,25	10,64
Volumen negociado sobre la cantidad viva (%)	13,8 %	13,5 %	7,2 %

(1) Esta deuda tiene distintas series.

Deuda 6 por 100, diciembre 1971

La frecuencia de cotización es relativamente alta aunque el volumen contratado es reducido. Está en rentabilidades entre el 9 y 10 por 100 en los últimos meses. Al igual que en todas las deudas se produce un descenso gradual de cotizaciones a partir de 1977 que supone una subida de 2,3 puntos del tipo de rentabilidad.

También existe una disfuncionalidad entre las cotizaciones de las distintas clases de títulos de esta emisión, con dispersiones elevadas, que son responsables de la gran diferencia entre el cambio máximo y mínimo, que en realidad se refieren a distintas series.

DATOS BURSATILES

	77	78	79
Número de días cotizados	127	112	87
Cambio máximo	117 (III y IV)	103,50 (VIII)	104 (IX, X y XI)
Cambio mínimo	83 (XII)	85 (I y XII)	86,50 (XII)
Pesetas nominales (millones)	190,1	221,6	124,9
Pesetas efectivas (millones)	201,1	204,7	116,6
Rentabilidad de mercado anual	-2,41 %	-5,00 %	3,93 %
Rentabilidad interna media	5,76	8,10	9,07
Volumen negociado sobre la cantidad viva (%)	3,8 %	5,5 %	6,2 %

Deuda 6 por 100, mayo 1972

Es una de las deudas más líquidas y más rentables dentro de su grupo, dando últimamente rentabilidades próximas al 10 por 100. Ha tenido y tiene normalmente diferentes cotizaciones entre sus series y no descuenta adecuadamente los cupones.

DATOS BURSATILES

	77	78	79
Número de días cotizados	167	141	130
Cambio máximo	111 (VII)	102 (VII y VIII)	100,50 (VIII)
Cambio mínimo	83 (XII)	85 (I)	82,25 (XIII)
Pesetas nominales (millones)	480,5	429,7	242,7
Pesetas efectivas (millones)	515,4	412,0	213,9
Rentabilidad de mercado anual	-14,95 %	11,76 %	-0,80 %
Rentabilidad interna media	5,91	7,65	9,40
Volumen negociado sobre la cantidad viva (%)	4,3 %	4,5 %	3,8 %

Deuda 5 por 100, noviembre 1974

Apenas si tiene movimiento y ello puede ser debido a que queda poco volumen vivo y además tiene la posibilidad de adelantarse su amortización final para antes de 1984. Así, pues, es una deuda que apenas si ha sufrido cambios desde 1977 y permanece en una rentabilidad interna alrededor del 5,5 por 100, por lo que queda desclasada dentro de su grupo.

DATOS BURSATILES

	77	78	79
Número de días cotizados	0	4	1
Cambio máximo	101 (papel, 22-IX)	100 (IV)	101 (29-VI)
Cambio mínimo	101 (papel, 22-IX)	99 (I y III)	101 (29-VI)
Pesetas nominales (millones)	0	139,3	30,0
Pesetas efectivas (millones)	0	138,0	30,3
Rentabilidad de mercado anual	—	6,06 %	6,00 %
Rentabilidad interna media	5,62	5,57	5,37
Volumen negociado sobre la cantidad viva (%)	—	8,1 %	1,8 %

c) GRUPO TERCERO: DE MERCADO

Deuda 10,35 por 100, diciembre 1977

Ha tenido desde siempre diferencias de cotizaciones entre sus series. Es la primera deuda que se lanzó al mercado abierto. Debido a la salida posterior de emisiones con periodos más cortos de amortización, pues esta emisión no amortiza hasta 1987, mientras que las posteriores están saliendo a tres y cuatro años, ha decrecido al interés que en principio se demostró por ella y que hizo subir su cotización hasta 112. Las series más líquidas son siempre las de menor valor nominal y, hasta hace poco, las diferencias entre las distintas series en cuanto a rentabilidades era muy apreciable, pero últimamente sus cotizaciones se van aproximando, poco a poco, sobre todo en las tres series pequeñas.

En la actualidad sus rentabilidades están entre el 12 por 100 y el 13 por 100. Acusó en principio la emisión del 9,5 por 100, pero al quedar desfasados ambos tipos de interés volvió a subir para posteriormente, con la emisión 10,25 por 100, noviembre 1978, ajustarse ya definitivamente en el nuevo mercado abierto de deudas públicas de interés en alza. En el 79 ya definitivamente, y posiblemente en parte a consecuencias de las emisiones 12 por 100 y 12,50 por 100, la separación entre sus series se hace evidente.

DATOS BURSATILES

	78	79
Número de días cotizados	155	187
Cambio máximo	112 (IV)	109 (IV y V)
Cambio mínimo	100 (XII)	90 (XII)
Pesetas nominales (millones)	1.291,1	623,0
Pesetas efectivas (millones)	1.356,7	626,6
Rentabilidad de mercado anual	Serie A, 10,25 %	1,25 %
	Serie B, 11,50 %	0,49 %
	Serie C, 11,75 %	2,71 %
	Serie D, 13,75 %	4,59 %
Rentabilidad interna media	9,86	10,85
Volumen negociado sobre la cantidad viva (%)	6,5 %	3,1 %

Deuda 9,50 por 100, 8 de junio de 1978

Salió en principio, en el mercado secundario, a un precio superior al de mercado. Sin embargo, al entrar la deuda del 10,25, noviembre 1978, empezó a bajar su cotización lentamente, no acusando en absoluto la salida de la emisión del 12 por 100, y más teniendo en cuenta que por esas fechas correspondía un pago de cupón, que sin embargo no descontó. El siguiente cupón en diciembre lo descontó ya totalmente e incluso en exceso, poniendo su rentabilidad interna próxima al 14 por 100 (cotización 8,9 por 100). Posteriormente, en el año actual, ha ido subiendo su cotización y actualmente está dando rentabilidad alrededor del 13 por 100.

DATOS BURSATILES

	78	79
Número de días cotizados	75	163
Cambio máximo	106,25 (IX)	99,25 (I)
Cambio mínimo	99 (XII)	89 (XII)
Pesetas nominales (millones)	1.024,5	256,9
Pesetas efectivas (millones)	1.022,6	248,4
Rentabilidad de mercado anual	8,5 %	0
Rentabilidad prevista interna media	9,72	11,71
Volumen negociado sobre capital vivo (%)	10,2 %	2,6 %

Deuda 10,25 por 100, noviembre 1978

Entró en el mercado en diciembre de 1978 cotizando a la par, para ir perdiendo paulatinamente algunos puntos. No descuenta cupones en ninguna ocasión, aunque habría que comprobar si al entrar en el juego para obtener una rentabilidad inmediata no perdiera luego algunos puntos.

Debido a su continua caída durante 1979 subió el tipo de rentabilidad interna, en diciembre suponía el 14,61 por 100 y actualmente está dando un 15,50, lo que unido al 22 por 100 de desgravación anual actual, la pone junto con la del 12 por 100 en el primer puesto del ranking de rentabilidad. Quizás debido a que en estos momentos es la opción más corta (hasta noviembre 83) y que cumple los requisitos mínimos para aplicar el 22 por 100 de desgravación es la más interesante de las deudas, mientras el mercado siga desajustado.

DATOS BURSATILES

	78 (1)	79
Número de días cotizados	1	175
Cambio máximo	100 (28-XII)	100 (I)
Cambio mínimo	100 (28-XII)	87 (XII)
Pesetas nominales (millones)	1.800	2.481,8
Pesetas efectivas (millones)	1.500	2.388,6
Rentabilidad de mercado anual	10,25 %	0,25 %
Rentabilidad interna media	10,73	13,02
Volumen negociado sobre capital vivo (%)	0,005 %	8,27 %

(1) Entra demasiado tarde, por lo que los datos no son significativos.

Deuda 12 por 100, julio 1979

Es la segunda deuda más interesante en la actualidad, pues aparte de dar una rentabilidad del 15,75 por 100 por cupones, hay que añadirle el 22 por 100 de desgravación. No acusa la emisión del 12,50 por 100, diciembre 79, y es la primera deuda que ha descontado religiosamente su cupón, lo que supone un mayor ajuste en el funcionamiento de su mercado.

DATOS BURSATILES

	79
Número de días cotizados	55
Cambio máximo	100 (IX)
Cambio mínimo	97 (X y XI)
Pesetas nominales (millones)	977,2
Pesetas efectivas (millones)	962,6
Rentabilidad de mercado anual	11,25 %
Rentabilidad interna media	14,20
Volumen negociado sobre capital vivo (%)	4,9 %

Las otras dos emisiones, diciembre del 79 y mayo del 80, no reúnen todavía los datos necesarios para estudiar el funcio-

namiento de su mercado, por lo que se han tratado ya al analizar el lanzamiento y diseño de emisiones.

NOTA

Este trabajo ha sido realizado gracias al soporte estadístico proporcionado por el Sistema de Información Bursátil (SIB) de la Bolsa de Madrid y a la eficaz colaboración de José Manuel Marín en todo el proceso de cálculo.