

EL MERCADO BURSÁTIL DE LETRAS DE CAMBIO

Este artículo contiene una primera parte, fundamentalmente descriptiva, en la que **Francisco Javier Ramos Gascón** expone el nacimiento del mercado bursátil de letras de cambio, que supuso la aplicación de la disciplina de la contratación pública propia de un mercado organizado a un instrumento como la letra de cambio que, entre sus distintas funciones, venía siendo utilizado como medio de colocación de fondos, y estudia los aspectos jurídicos y técnicos del funcionamiento de dicho mercado.

Más adelante el autor pasa a analizar el comportamiento del mercado de letras desde su creación a comienzos de 1980, así como su significación dentro del sistema financiero español, desde el punto de vista de los colocadores de fondos, de las entidades emisoras de letras y de su conexión con las instituciones financieras más próximas.

Por último, estudia las perspectivas de evolución previsible del mercado, con especial alusión al desarrollo del mercado secundario, tanto como medio de desinversión o de colocación de fondos a plazos inferiores a los que hasta ahora son los típicos (en torno a un año), como en cuanto soporte al lanzamiento en el futuro de emisiones de letras a plazos superiores a los practicados hasta el presente.

1. UN NUEVO INSTRUMENTO FINANCIERO

A comienzos de 1980 la Bolsa de Madrid tomó la iniciativa de implantar un mercado de letras de cambio, que ha ido consolidándose a lo largo del período de tiempo —todavía no demasiado largo— transcurrido desde entonces.

Esta iniciativa, que fue pronto secundada por las demás Bolsas, ha constituido una innovación interesante y ha despertado un interés creciente entre el público y entre los estudiosos del sistema financiero español,

al que, por esta vía, se le ha dotado de un instrumento que en cierta medida puede conceputarse como nuevo.

Es cierto que la utilización de ese documento mercantil (tan secularmente arraigado y a la vez tan versátil y polivalente en cuanto a las finalidades últimas a que es susceptible de servir) como vehículo de colocación temporal de fondos es sin duda muy anterior a la aparición del mercado bursátil de letras. Pero existen elementos diferenciadores suficientes como para hacer válida la afirmación previa acerca de la novedad que la creación de éste implica, aunque sea en los términos relativos

que se desprenden de las consideraciones que anteceden.

Por una parte, existen peculiaridades en el aspecto técnico-jurídico, en lo que concierne a las letras que son objeto de negociación en la Bolsa con respecto a las que usualmente son adquiridas al margen de la misma. Pero las diferencias fundamentales radican en el reforzamiento de la seguridad jurídica y económica que se desprende del conjunto de cautelas que se establecen de principio a fin, y, sobre todo, en el hecho de la inclusión de las letras en un sistema público de contratación, con difusión de los resultados de ésta y con un funcionamiento objetivo y abierto. De este modo quedan superados los inconvenientes inherentes a las actuaciones que se desarrollan en un ámbito básicamente bilateral y también, entre otras cosas, se facilita, si así se desea, la recuperación anticipada de los fondos colocados, mediante la venta del efecto antes de su vencimiento en el propio mercado.

2. ASPECTOS JURIDICOS DE LAS LETRAS BURSATILES

La seguridad que brinda el mercado bursátil de letras de cambio descansa en los siguientes principios:

- a) Sólo se negocian en Bolsa letras libradas por instituciones financieras (Bancos o Cajas de Ahorros) que previamente han sido admitidas por la Junta Sindical como posibles partícipes —emisores en el mercado—. De hecho, el propósito de

una institución de solicitar su admisión es conocido por el Banco de España.

b) Una vez recaída resolución favorable de la Junta Sindical, la institución emisora suscribe con la Bolsa un contrato en el que se compromete a satisfacer a ésta la víspera del vencimiento el importe de las letras libradas, contra entrega por los servicios de la Junta Sindical de las que en tal momento continúen bajo su custodia.

c) Las letras, que han de ser intervenidas por Agente Mediador colegiado, son libradas por los Bancos o instituciones emisoras, a su propia orden, a cargo de un cliente, y cedidas con endoso en blanco. De esta forma, de conformidad con lo que dispone el número 4 del artículo 521 del Código de Comercio en relación con el artículo 1.429 de la Ley de Enjuiciamiento Civil, no cabe ni siquiera la posible tacha de falsedad como elemento enervador de la fuerza ejecutiva de la letra.

Por otra parte, el hecho de que participe en la misma en calidad de librador la entidad emisora erige a ésta en obligada subsidiaria al pago, en virtud del principio llamado de solidaridad cambiaria, con un alcance práctico equivalente al que se derivaría de la prestación de aval. En definitiva, es lo que sucede con cualquier letra en cuya suscripción participe a título de librador, aceptante, endosante o avalista una persona o entidad reputada como solvente. Pero en el caso de

las letras contratadas en Bolsa, todo ello se ve reforzado por el contrato a que se ha hecho alusión en el apartado anterior, que aumenta las garantías para el adquirente de la letra y, sobre todo, facilita considerablemente los trámites de cobro de su importe llegado el vencimiento, al establecer un procedimiento dotado de automatismo y que descarga al titular de todo tipo de gestiones para conseguir el mismo.

Finalmente, el endoso en blanco, perfectamente admitido por nuestra legislación (artículo 465 del Código de Comercio), aunque no convierta formalmente a la letra en un título al portador, permite en la práctica su circulación como si lo fuera, lo que tiene importancia en este caso, tanto de cara a la posibilidad de la venta de la letra antes de que venza en el mercado secundario, como para hacer operativo el mecanismo previsto en el contrato, entre la Bolsa y el emisor, de recogida anticipada por éste de los efectos para hacerse cargo de su cobro al aceptante.

d) Las letras, una vez adquiridas, ya sea a su emisión o en el mercado secundario, quedan inmovilizadas en la Junta Sindical, suministrándose al Agente que haya mediado en la compra una fotocopia de las mismas junto con un resguardo de custodia para que los haga seguir a sus clientes.

Está previsto que el comprador pueda retirar las letras adquiridas en el momento de la compra o en otro posterior. Ahora bien,

en tal supuesto la gestión de su cobro, así como su custodia, pasa a ser de su exclusiva incumbencia, como si se tratase de cualquier efecto del que pudiera ser tenedor, y la operación deja, por tanto, de quedar amparada por los efectos del contrato antes mencionado entre la Bolsa y la entidad emisora en lo que concierne a la obligación de ésta de pago del nominal la víspera del vencimiento. Igualmente, la retirada de una letra por su propietario del sistema del mercado bursátil lleva consigo la imposibilidad de renegociación de esa misma letra en dicho mercado.

En resumen, la colocación de fondos mediante la adquisición de letras de cambio negociadas en Bolsa queda protegida por una multiplicidad de elementos que configuran una situación de amplia seguridad para el inversor. Aparte de las consecuencias que dimanaban genéricamente de la ejecutividad de la letra, la suscripción de la misma por una institución financiera admitida de manera selectiva al mercado bursátil le confiere una garantía prácticamente plena de cobro. Las obligaciones contractuales asumidas por los libradores frente a la Bolsa y, por consiguiente, frente al mercado y a los compradores potenciales, aseguran además el cobro puntual, sin riesgo de tener que incurrir en los enojosos trámites del protesto, ni de ver demorado el pago, lo cual tiene una gran importancia en colocaciones de recursos a plazo relativamente corto, tanto desde el punto de vista de la rentabilidad como desde el de la disponibilidad de los fondos en la fecha

en que éstos se precisan. Por último, la inmovilización de las letras evita a los compradores y, en general, a todos cuantos intervienen en ellas —libradores, aceptantes y, en su caso, avalistas—, los peligros de falsificación que, de otro modo, pudieran existir en efectos destinados a la circulación.

Por otra parte, el hecho de que la negociación tenga lugar en un mercado público otorga a los inversores una seguridad adicional de otra naturaleza, que deriva del conocimiento generalizado de las condiciones vigentes en el mismo en cada momento en lo que atañe a los tipos de descuento que determinan la rentabilidad efectiva de la operación. Asimismo, ese hecho permite también, como anteriormente se indicó, la recuperación anticipada de la inversión a través del mercado secundario, esto es, sin necesidad de ninguna gestión de carácter bilateral, lo que supone un atractivo más ofrecido por esta clase de colocaciones.

3. ASPECTOS TECNICOS DEL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO

En el orden técnico, la operativa del mercado de letras se basa en la mecánica de la subasta, que se desarrolla en un «corro» especial, dos días a la semana (1).

Las ofertas de letras se incluyen en un listado que se confecciona por los servicios de la Bolsa. En él se presentan agrupadas, constituyendo por tanto una única oferta, todas las letras que tengan unos mis-

mos nominales, vencimientos y libradores. Las distintas ofertas se clasifican, de menor a mayor, por nominales y, para todas aquellas que se refieran a un mismo nominal, por vencimientos, de más corto a más dilatado. A efectos puramente estadísticos —pues no cabe asignarle a ello ninguna significación relevante para los posibles compradores— se identifican en el listado, con un signo convencional, las letras de «mercado secundario», o sea las que se pretende revender en el mercado.

Bajo la dirección de un Delegado de la Junta Sindical, que cumple una función arbitral y de resolución en el acto de posibles incidencias, un rematador va anunciando sucesivamente las diferentes ofertas incluidas en el listado por el orden en que figuran en éste. El Agente que actúa como vendedor anuncia el tipo de descuento a que está dispuesto inicialmente a ofrecer las letras, las cuales quedan adjudicadas a los agentes que las demandan a ese tipo. Si no existe demanda al tipo ofrecido o ésta no llega a cubrir íntegramente la oferta, el Agente vendedor puede ofrecer las letras restantes a tipos de descuento sucesivamente superiores hasta encontrar demanda suficiente, o bien mantenerse en un determinado tipo, quedando entonces el remanente de letras para la segunda subasta del mismo día, a la que después se hará referencia, o para la sesión siguiente, a menos que la oferta pendiente de colocación sea expresamente retirada por el oferente.

Por lo que concierne a la actuación de los Agentes compradores, la adjudicación de las letras al tipo ofrecido en cada

momento se hace atendiendo a la prioridad temporal en la manifestación de las posturas demandantes. Si esta prioridad no puede establecerse, por concurrir simultáneamente una multiplicidad de posiciones de compra, y el total de los efectos demandados excede de los ofrecidos, se procede a la adjudicación por medio de prorrateo, con asignación de restos mediante un programa informático aleatorio. No obstante, en aquellos casos en los que el exceso de la demanda se produce con respecto al primero de los tipos de descuento ofrecidos para una oferta determinada por el Agente vendedor, se procede a ofrecer de nuevo a tipo o tipos inferiores y éstos son los que prevalecen si al precio que ellos implican se cubren las cantidades ofertadas.

Se trata, pues, por regla general, de una subasta «al alza» en cuanto a los tipos de descuento —que implica lógicamente una baja respecto de los precios de venta de las letras—, aunque, en los supuestos que se acaban de indicar, pueda operarse también en el sentido inverso.

En cada uno de los días en que opera el mercado de letras se celebran dos subastas sobre la oferta inicial consignada en el listado a que antes se hizo alusión, separadas por un lapso de tiempo de cerca de una hora entre el comienzo de una y otra, lo que puede permitir a los Agentes recabar instrucciones de sus clientes en función de los resultados de la primera. Excepto en los casos, muy infrecuentes, en que una oferta sea retirada, lo que se manifiesta al comenzar la segunda subasta, ésta versa sobre las letras que hayan quedado sin colocación en la pri-

mera, pues lo que no se admite es la aportación de ofertas adicionales ni la ampliación de las formuladas antes del comienzo de la sesión.

La liquidación de las operaciones —entrega de las letras o del resguardo de custodia al Agente comprador y el cargo a éste del precio con el consiguiente abono al vendedor— se practica de manera inmediata y queda consumada al día siguiente al de la celebración de la subasta.

Dentro de este análisis descriptivo de los aspectos técnicos del funcionamiento del mercado de letras —aspectos quizá no suficientemente conocidos del público en general— tiene especial importancia y, por tanto, requiere una explicación algo más detenida, lo relativo al tipo de descuento que, como se ha dicho, opera como el factor sobre el que se basa la mecánica de la subasta y que, obviamente, es el que determina en último extremo la rentabilidad de las operaciones para los colocadores de fondos y constituye también la principal partida determinante del coste de la refinanciación obtenida por los Bancos o Cajas de Ahorros a través de la venta de las letras libradas por ellos.

El tipo de descuento se señala en tanto por ciento del nominal de la letra en enteros o fracciones consistentes en octavos de entero. La variación de los tipos de descuento para cada oferta a lo largo del desarrollo de la subasta, tanto en el caso normal de ofrecimiento sucesivo de tipos más altos, como en el de baja de éstos, se escalona de octavo en octavo.

En virtud del significado convencionalmente atribuido al tipo

de descuento, el precio de las letras se calcula deduciendo del importe nominal de las mismas un descuento que se calcula afectando al nominal de un coeficiente que resulta de aplicar al tipo contratado la proporción que corresponda, respecto del año, al número de días que median entre la fecha de contratación y la del vencimiento. Esto es, por ejemplo, si el tipo a que se subasta una letra de un millón de pesetas es el 12 por 100, el descuento que se practica para calcular su precio es de 120.000, si vence al cabo de un año; de 60.000 pesetas, si su vencimiento es a los seis meses; o de 20.000 pesetas, si tiene lugar a los dos meses. El tipo señalado en la subasta juega, pues, como tipo de referencia de base anual que se corrige *pro rata temporis* para acomodarlo a la duración efectiva de la colocación de fondos, según las circunstancias temporales concretas de cada operación.

En teoría, hubiera sido posible instrumentar las subastas sobre tipos de descuento sobre el nominal específicos para cada oferta y acomodados, por tanto, a las características de cada una de ellas en cuanto a la vida pendiente de los efectos. Sin embargo, ello hubiese complicado la mecánica operativa, hubiese exigido a los operadores la realización de múltiples cálculos —muy sencillos desde el punto de vista conceptual, pero no tanto desde el punto de vista práctico— y no presentaría ventajas, sino todo lo contrario, para la valoración del significado del tipo de descuento en términos de rentabilidad, lo que, como seguidamente se comentará, no deja de ofrecer algún grado de dificultad.

La rentabilidad proporcionada por la compra de letras viene dada, evidentemente, por el diferencial que existe entre el precio de compra y el valor nominal, en el supuesto de que se retenga hasta el vencimiento, o el precio de venta, si las letras son revendidas en el mercado.

El cálculo de la tasa de rentabilidad es completamente elemental en el caso hipotético de que la duración de la colocación sea exactamente de un año. Basta dividir por el importe del precio de compra el diferencial a que se acaba de hacer referencia. Pero cuando el período comprendido por la operación es distinto del año, es preciso definir convencionalmente el criterio de capitalización aplicado para el cálculo de la rentabilidad anual.

Un estudio sobre el mercado de letras contenido en el *Boletín Económico* del Banco de España (número julio-agosto de 1981) (2) propone para ello dos fórmulas alternativas, que a su juicio dan satisfacción a las exigencias de racionalidad y habitualidad en otros mercados, de forma que hay que suponer que reflejan adecuadamente las convenciones que dominan, de modo implícito, en los comportamientos de los operadores.

Llamando d e i , respectivamente, a los tipos de descuento y de rentabilidad, ambos expresados en tanto por ciento, y n al número de días de la operación, las dos fórmulas propuestas por el citado estudio son:

$$i = \frac{100 \cdot d}{100 - d \frac{n}{365}} \quad \text{[I]}$$

$$i = \frac{100}{\sqrt{\frac{n}{365} \left(1 - d \frac{n}{36.500}\right)}} - 100 \quad \text{[II]}$$

La fórmula [I] está basada en el descuento simple y la [II] en la capitalización compuesta de base anual.

El estudio se inclina por postular la aplicación de la primera fórmula a las operaciones de duración inferior al año y la segunda a las de duración superior (3).

Es éste un criterio razonable y de uso muy generalizado en el campo de la capitalización. Parece claro, en todo caso, que para las operaciones de duración superior al año, que hasta el presente vienen siendo pocas en términos relativos, debe utilizarse el principio de la capitalización compuesta. Más dudoso es que el cálculo de la rentabilidad en operaciones de menor duración haya de hacerse bajo el principio de la capitalización simple. No obstante, la tendencia a la aproximación de los resultados de la aplicación de ambos criterios a medida que se reduce el término temporal de la operación y la mayor simplicidad de cálculo, aconsejan, sin duda, para este caso que ahora se contempla, la utilización de fórmulas de descuento simple. Máxime si se tiene presente que el empleo de fórmulas de capitalización compuesta en una operación financiera de duración inferior al año sólo cobra pleno significado cuando *a priori* puede admitirse la hipótesis de la posibilidad de repetición de la misma en idénticas condiciones a las vigentes para la primitivamente realizada.

En todo caso, lo que sí conviene dejar claro desde un punto de vista práctico para los operadores menos tecnificados es que, por una parte, los tipos de descuento de las subastas del mercado de letras actúan como

descuento «al tirón» (según la terminología empleada en el «argot» financiero) y, por consiguiente, dan lugar a una rentabilidad efectiva superior a la que expresa el porcentaje nominal de dichos tipos; y, por otra, que la diferencia entre rentabilidad y tipo nominal se hace progresivamente mayor a medida que aumenta el plazo de la operación, o sea el tiempo que media entre las fechas de compra y de vencimiento.

4. REGIMEN FISCAL DE LAS LETRAS DE CAMBIO

Las letras de cambio, con independencia de la finalidad última a que pueda servir su creación y, en su caso, su posterior circulación, están sujetas a tributación por el Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados, heredero de diferentes gravámenes incluidos en el antiguo Impuesto del Timbre, según la escala contenida en el artículo 27.1 de la Ley reguladora de dicho Impuesto de 21 de junio de 1980. La incidencia de los tipos tributarios de la escala para cuantías que se acomoden a los límites superiores de los diferentes tramos de la misma es normalmente del 0,28 por 100 del importe de la operación (4) cuando ésta no exceda de seis meses, duplicándose en caso contrario, pues el artículo 26 de la citada Ley, conservando un principio tradicional en esta materia, establece que cuando el vencimiento de las letras exceda de seis meses, contados a partir de la fecha de su emisión, se exigirá el impuesto que corresponda al duplo de la base, que es siempre el nominal del efecto.

De la correcta tributación de las letras depende su fuerza ejecutiva, de conformidad con lo que dispone el citado artículo 27.1 de la Ley que, en este punto, viene a recoger también preceptos que arrancan del Impuesto del Timbre.

La imposición sobre actos jurídicos documentados en general, y en concreto sobre las letras de cambio, tiene, por tanto, un carácter formal y abstracto. Explica Rovira Tarazona (5) que esta imposición recoge los conceptos tributarios de gravamen sobre los documentos, una de las tres manifestaciones que tenía el Impuesto del Timbre, conceptos que se caracterizaban por gravar más al documento en que el acto consta que al acto jurídico en sí mismo considerado. Mucho menos, pues, se atiende, de acuerdo con esta tesis de Rovira, a la finalidad o finalidades económicas que puedan pretenderse con la realización del acto jurídico, sobre todo cuando éstas pueden ser tan variadas, e incluso múltiples, como en el caso de la letra.

La carga tributaria derivada de este gravamen es soportada inicialmente por el emisor, que normalmente la trasladará sobre el aceptante, como un coste más de la financiación obtenida por éste de aquél, instrumentada en una letra que, en el supuesto de las que ulteriormente se negocian en Bolsa, tiene el carácter de efecto financiero. Pese a que lo intrínscado del juego de los mecanismos de traslación de los impuestos difícilmente permite formular afirmaciones categóricas en esta materia, no parece demasiado razonable suponer que exista repercusión vía precio de este gravamen (por otra parte,

moderado) al comprador de la letra. Máxime si se tiene en cuenta que el negocio básico, del que en último extremo trae causa un efecto negociado en el mercado —préstamo de la institución financiera a un tercero—, se documenta siempre, bien en letra o en póliza, con un coste de formalización bastante similar, que se acostumbra a cargar al beneficiario de la financiación.

Por lo que se refiere a la fiscalidad que afecta a los adquirentes de letras, el mercado bursátil comenzó a funcionar con la misma ausencia de definición expresa —que quizá no hiciera falta, puesto que la situación no presentaba demasiadas dificultades— con que venía actuando y ha seguido haciéndolo en volúmenes considerables el conjunto de transacciones sobre letras de cambio que tenían y tienen lugar al margen de la Bolsa.

El nuevo Reglamento del Impuesto sobre la Renta aborda este tema de una manera que globalmente puede considerarse como aceptable, y que consiste, en líneas generales, en declarar sujetos los rendimientos derivados de la colocación de fondos en letras, aclarando al propio tiempo, de modo explícito, su no sujeción a retención (6), lo cual es por completo obvio, ya que ni tendría sentido técnico, ni prácticamente podría llevarse a cabo, al no existir cupón o algo equivalente, ni pago de intereses por parte del emisor.

Sin embargo, el texto aprobado por Decreto 2.384/1981, de 3 de agosto, no deja de presentar aspectos susceptibles de crítica. Así, el apartado k) del artículo 54 incluye dentro del

concepto genérico de rendimientos del capital y del específico de rendimientos del capital mobiliario: «Los procedentes de la negociación de letras de cambio, así como los intereses de certificados de depósito.»

Desde el punto de vista técnico resultaría más adecuado el encaje de la rentabilidad derivada de las letras en el concepto de incrementos o disminuciones patrimoniales, ya que la misma no se obtiene, como se ha expuesto al comentar las razones de la no sujeción a retención, de unos intereses pactados, sino pura y simplemente de la diferencia entre el precio de compra y el de reembolso o, en su caso, el de venta. Pero además, no debería haberse olvidado que es posible que ese pretendido «rendimiento» pueda llegar a ser negativo, como sucedería si una variación al alza de los tipos de interés envileciera el precio de las letras previamente adquiridas. No es ésta una posibilidad meramente teórica, ya que cada vez es más frecuente la operatoria en el mercado secundario con cortos lapsos de tiempo entre la compra y la venta.

5. SIGNIFICADO FINANCIERO DEL MERCADO DE LETRAS

Como se verá en el epígrafe siguiente, el mercado de letras de cambio en Bolsa ha ido cobrando, a lo largo de los meses que siguieron a su aparición en enero de 1980, una importancia cuantitativa de cierta consideración.

Vamos a contemplar aquí otro aspecto, hasta cierto punto di-

ferenciado, el referente a su significación cualitativa para el sistema financiero español, examinando qué aportación supone a la mejora de éste y qué papel desempeña dentro del conjunto de instituciones y elementos que lo integran y configuran. Son cuestiones éstas que, sin embargo, no pueden independizarse por completo de las consideraciones puramente cuantitativas, puesto que en el campo financiero adquiere especial importancia aquella certera observación de Seligman acerca de la especial naturaleza que, en las ciencias sociales, tienen las relaciones entre lo cualitativo y lo cuantitativo.

El mercado de letras en Bolsa supone, en primer término, la puesta en juego de un nuevo tipo de activo financiero bursátil y, por consiguiente, una ampliación de la gama de los que son objeto de contratación en el principal mercado financiero organizado, de conformidad con lo que, desde distintas instancias doctrinales, administrativas y profesionales se viene postulando. Esta tendencia a la ampliación de los activos negociables en Bolsa, a través de la extensión de las técnicas operativas, de la disciplina en cuanto a formación de cambios y publicidad, de la seguridad jurídica y económica, y de la infraestructura organizativa del mercado bursátil, a la contratación de bienes y de títulos diferentes de los valores mobiliarios clásicos (acciones, obligaciones y similares) es una exigencia derivada del proceso de diversificación de los instrumentos financieros y de colocación del ahorro que se está manifestando claramente en los últimos tiempos. Ante ese proceso, limitar la utilización de los me-

canismos bursátiles a la negociación de los valores tradicionales implica, sin duda, entre otras cosas, desaprovechar buena parte de las capacidades potenciales de la institución bursátil, que se desprenden de su organización técnica y de sus características funcionales básicas. Claro es, no obstante, que no todos los activos susceptibles en principio de contratación pueden serlo bajo un patrón operativo idéntico, sino que éste debe adaptarse a las peculiaridades propias de cada uno de aquéllos. Esto es justamente lo que se ha hecho en el caso de las letras de cambio que, como anteriormente se expuso, se negocian por un procedimiento de subasta distinto de los procedimientos normales en la contratación de valores mobiliarios.

En segundo lugar, este mercado de efectos proporciona posibilidades adicionales a los ahorradores, que pasan a tener a su alcance una nueva modalidad de colocación de dinero a plazo corto.

Aunque, como se ha dicho y repetido, el instrumento en que se materializa no fuera en absoluto desconocido con anterioridad, las diferencias formales existentes entre las letras bursátiles y las «otras» y, más que nada, el mero hecho de la integración de los efectos en un sistema público de contratación, permiten hablar con propiedad de la creación de un nuevo activo financiero a disposición de los oferentes de fondos. De la inclusión de la letra como objeto de contratación en Bolsa se siguen para ésta —y, por tanto, para sus tenedores— importantes consecuencias, no sólo en el terreno de la seguridad jurídica, sino también en cuanto a los factores de certeza y ob-

jetividad respecto del precio y en cuanto a la liquidez que proporciona el mercado secundario, en el que pueden venderse con facilidad las letras antes de su vencimiento.

Desde el punto de vista de las entidades libradoras —Bancos y Cajas de Ahorros— la cesión de las letras emitidas, representativas de préstamos concedidos a sus clientes, supone una refinanciación de estos préstamos, que aumenta lógicamente su capacidad financiera. En operaciones así estructuradas, los Bancos o las Cajas no inmovilizan recursos, sino que, en el fondo, vienen a actuar como meros intermediarios en unas financiaciones otorgadas por el mercado a los prestatarios finales, en las que su función más acusada es la de prestar una garantía, mediante un diferencial a su favor que retribuye su labor de análisis de la solvencia, así como la asunción del riesgo de la operación. En todo caso, aunque se examinara bajo otro prisma más convencional el papel de las entidades libradoras, lo que nunca se debería dejar de reconocer es la exacta adecuación que existe entre el plazo de prestación del dinero a los clientes y el de la cobertura de la financiación otorgada por dichas entidades, que no se da en ninguna o casi ninguna de las restantes actuaciones de intermediación financiera llevadas a cabo por los Bancos y las Cajas de Ahorros.

A lo largo de este trabajo se ha hecho alusión en diferentes puntos a la práctica de utilizar las letras como instrumento de colocación rentable de fondos, anterior a la implantación de un mercado en Bolsa para las mismas.

Dentro de este epígrafe conviene hacer algunas reflexiones sobre la repercusión que el mercado bursátil puede tener respecto de lo que, con bastante dosis de impropiedad, se ha llamado a veces «el otro mercado de letras». Es evidente que el nacimiento de aquél ejerce efectos competitivos sobre la colocación de letras al margen del mismo. Pero posiblemente, al menos en los primeros tiempos de coexistencia, no ha debido afectarla negativamente en cuanto al volumen de captación de fondos. El estudio ya citado, contenido en el *Boletín Económico del Banco de España*, constata, por el contrario, la expansión de las cifras de la cuenta de orden 12.3 de los balances bancarios, titulada «Otros efectos en circulación bajo nuestro endoso», y comenta (7): «Lo notable es que los saldos de esa cuenta, no sólo han reflejado el crecimiento de los saldos de letras negociadas en el mercado bursátil, sino que han mostrado un crecimiento adicional tan importante o más que el de estos últimos.» Aunque, como señala el propio estudio, el hecho en sí no es de fácil interpretación, una posible, aunque fuera sólo parcial, sería la de que la aparición del mercado propiamente dicho para estos activos y la publicidad que supone la información diaria en los medios de comunicación, han acrecentado el interés por el instrumento, de lo cual éste se ha visto beneficiado en general y con independencia del campo en el que juegue.

No hay información acerca de las transacciones de letras fuera de Bolsa, que por otra parte no se limitan sólo a aquellas en las que existe de alguna manera intervención de la Ban-

ca y Cajas de Ahorros, pero parece, desde luego, que su volumen es muy importante, que ha seguido aumentando, y que los tipos de descuento que se aplican son superiores en algunos casos a los de Bolsa. Esto no resulta anómalo si se tiene en cuenta su menor liquidez, la falta de mecanismos adicionales de seguridad y, cuando así suceda, la inferior calidad del «papel» por razón de la categoría de los garantes. Circunstancias todas ellas que es natural que tengan su reflejo en el precio y, por ende, en la rentabilidad.

De momento, pues, la competencia ejercida por el mercado de Bolsa no ha debido traducirse en una reducción del campo de las demás colocaciones en letras, sino que incluso, por las razones que antes se esbozaron, ha podido resultar ampliado. Ahora bien, la fijación de los tipos de descuento en el mercado y su conocimiento público habrá debido tener un influjo clarificador para el conjunto de las colocaciones en letras, al establecer, por lo menos, un tipo de referencia, válido con carácter general.

Por último, en lo que al contenido de este epígrafe concierne, es preciso considerar el valor que el mercado bursátil de letras de cambio puede tener como experiencia para otras iniciativas que contribuyan a mejorar y perfeccionar nuestro sistema financiero.

Uno de los problemas con que éste se enfrenta es la tendencia por parte de los oferentes de fondos hacia colocaciones a plazos cada vez menores, lo que se ha venido imponiendo y haciendo realidad merced a la posición de predominio de és-

tos, derivada de una multiplicidad de factores, entre ellos, destacadamente, la escasez originada por la caída del ahorro y el proceso de *crowding out* a los que da lugar la creciente absorción de recursos por el sector público.

Esta propensión a la liquidez es siempre lógica y mucho más en etapas marcadas por el signo de una incertidumbre generalizada, una de cuyas manifestaciones más acusadas es la que afecta a las perspectivas de comportamiento de los tipos de interés. Esta es, por otra parte, una de las razones en que se ha fundamentado precisamente el éxito inicial del mercado de letras, al brindar una colocación a corto plazo, y además movilizable, con un nivel de rentabilidad que permite la defensa contra la inflación.

Pero lo grave es que la acentuación de esa propensión tiende a su vez a producir dos efectos igualmente indeseables: la reducción de los plazos a que se otorga la financiación a los demandantes de recursos financieros —plazos que no permiten una cobertura mínimamente ortodoxa de las inversiones reales— y, al mismo tiempo, la generación de dificultades para las instituciones de intermediación financiera, presionadas en demasía por la excesiva volatilidad de los fondos que manejan, frente a unos compromisos muy dispares en cuanto a la dimensión temporal de sus operaciones de activo, por mucho que intenten reducirla.

Todo ello revela en el conjunto del sistema financiero, un debilitamiento de los mecanismos de transformación de los recursos en cuanto al plazo —que constituye una de las

misiones fundamentales de aquél (8)—, cuando la dificultad de las circunstancias actuales, debida a las causas que se han bosquejado, debería conducir, por el contrario, a erigir en tarea prioritaria la de potenciar al máximo el juego de esos mecanismos transformadores (9).

El ejemplo que pueda representar a este respecto el mercado de letras es, desde luego, de validez limitada, porque los activos que en el mismo son objeto de transacción son, por lo general, emitidos a plazos que tienen que conceptuarse como cortos. Pero no resulta en absoluto desdeñable, porque sirve para poner de relieve las posibilidades que pueden brindar los mercados financieros para lograr la difícil conciliación entre los deseos, naturalmente opuestos, de los oferentes y los demandantes de fondos en lo que al plazo de éstos se refiere. Ese es, sin duda, el buen camino y no el de pretender de las instituciones de intermediación el esfuerzo imposible que supone la provisión por las mismas de liquidez por una vía bilateral a todo tipo de colocaciones que en ellas se hagan. Exceptuando las colocaciones a la vista, en las que esto tiene sentido, pero que no deben tener retribución o deben tenerla en términos puramente simbólicos, las demás deben tratar de encontrar, a través del mercado, esa «liquidez por sustitución», como la denomina Tagi, que se halla en la esencia de aquél.

6. COMPORTAMIENTO DEL MERCADO (ENERO 1980-OCTUBRE 1981)

Desde la implantación del mercado de letras en la segunda quincena de enero de 1980 hasta finales de octubre de 1981, la contratación total en las cuatro Bolsas ha sido de 64.937 millones de pesetas nominales, lo que permite suponer que a finales de año el volumen total negociado puede alcanzar una cifra superior a los 75.000 millones.

El cuadro N.º 1 recoge la evolución a lo largo del período considerado de la negociación global.

CUADRO N.º 1

CONTRATACION MEDIA MENSUAL

(En miles de millones)

1980:

1.º trimestre	0,6
2.º trimestre	1,1
3.º trimestre	1,4
4.º trimestre	2,3

1981:

1.º trimestre	4,6
2.º trimestre	5,0
3.º trimestre	4,8
Octubre (*)	6,1

(*) Cifras estimadas para Barcelona, Bilbao y Valencia.

Fuente: Elaboración propia sobre los datos del Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid.

hay que tener presente que es posible que los datos de este último reflejen los efectos del proceso de reinversión o re-colocación de fondos que, como es lógico, dados los plazos normales de emisión de las letras destinadas al mercado bursátil (alrededor de un año, como veremos), se habrán dejado sentir precisamente a partir de enero de 1981, esto es, cuando empezaron a vencer las letras que habían sido colocadas en los primeros momentos de existencia de aquél. De todos modos, sin embargo, el fuerte crecimiento de los recursos invertidos en letras bursátiles es un hecho incuestionable. Aun en la hipótesis extrema de que la totalidad de las inversiones realizadas en los tres primeros trimestres de 1980 hubiera sido reinvertida a su vencimiento, puede estimarse, según se deduce de las cifras del cuadro anterior, que la aportación de nuevos fondos en el período equivalente de 1981, quintupli-

vo instrumento haya sido muy rápido en los primeros tiempos, como sucede en toda experiencia novedosa. Lo es también que la consolidación de unos mayores volúmenes en términos absolutos haya requerido un plazo prudencial —de un año más o menos en este caso— durante el cual se han vencido inercias de comportamiento, se han disipado recelos y se ha experimentado suficientemente el buen funcionamiento de este nuevo mercado. Incluso por razones puramente psicológicas, el cumplimiento del primer aniversario de la aparición del mismo, que permitió constatar la absoluta precisión de los mecanismos de cobro, con ocasión de los primeros vencimientos de letras emitidas, constituye un factor de cierta importancia para justificar el incremento de contratación que se registra en los primeros meses de 1981. La época de verano, comprendida en el tercer trimestre, provocó una contracción en el volumen ne-

CUADRO N.º 2

PORCENTAJES DE DISTRIBUCION POR BOLSAS DE LAS CIFRAS TOTALES DE CONTRATACION

	Madrid (%)	Barcelona (%)	Bilbao (%)	Valencia (%)
Enero-diciembre de 1980	64,2	28,8	5,4	1,6
Enero-octubre de 1981	64,7	23,5	7,5	4,3

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid, con cifras estimadas para Barcelona, Bilbao y Valencia en cuanto al mes de octubre de 1981.

Estas cifras, aun con algunos altibajos, muestran una tendencia a la aceleración que se acentúa claramente desde los comienzos del segundo año de existencia del mercado, aunque

caría a la del período enero-septiembre del año anterior.

En realidad, es perfectamente explicable que el crecimiento relativo en la aceptación del nue-

gociado con respecto al período precedente, que no tiene nada de extraña. Pero las cifras de octubre de 1981 revelan la tendencia a la previsible recuperación del ritmo de expansión.

La distribución por Bolsas de la negociación que ha tenido lugar hasta el presente queda reflejada en el cuadro n.º 2.

La participación relativa de las diferentes Bolsas muestra bastante uniformidad en los dos períodos considerados. Sólo existe una variación sustancial en el caso de Valencia, que puede ser debida a su más tardía incorporación a este mercado como consecuencia de que la transformación en Bolsa del hasta entonces Bolsín tuvo lugar en septiembre de 1980.

Tal como se ha señalado en diversos puntos de este trabajo, los vencimientos más usuales de las letras objeto de transacción en el mercado bursátil se sitúan en torno al año, por supuesto, cuando se trata de letras lanzadas primariamente a dicho mercado. Se han dado, sin embargo, casos de letras emitidas a seis meses, práctica que últimamente parece que tiende a cobrar una mayor importancia, aunque siempre dentro de límites muy modestos, y también algunas experiencias de utilización de plazos superiores.

La información estadística en esta materia proviene fundamentalmente de la tabulación hecha por el Banco de España sobre la base de los datos suministrados al mismo por la Bolsa de Madrid y los obtenidos de los *Boletines de Cotización* de las demás Bolsas (10).

De dicha información se desprende que las emisiones en el mercado primario en torno a un año suponen un 90 por 100 del volumen total; las emisiones a plazo superior, un 7 por 100; y las realizadas con vencimiento inferior (casi todas a unos seis meses), un 3 por 100.

CUADRO N.º 3
CLASIFICACION POR IMPORTES DE LAS LETRAS NEGOCIADAS
(Enero-septiembre de 1981)

NOMINALES	N.º de efectos	% del total	Volumen (*)	% del total
De 250.000	524	2,3	131	0,57
De 500.000	2.432	10,7	1.216	4,4
De 1.000.000	17.877	78,7	17.853	64,6
De más de 1.000.000	1.880	8,3	8.447	30,5
TOTAL	22.713	100,0	27.647	100,0

(*) Millones de pesetas.

Fuente: Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid.

También en lo que atañe a los nominales de las letras existe un grado importante de concentración en cifras de alrededor de un millón de pesetas, si bien puede observarse un cierto cambio del comportamiento emisor, ya que si al comienzo fueron frecuentes las letras de 750.000 y de 1.250.000 pesetas, al cabo de algunos meses fueron desapareciendo y fue generalizándose así el nominal de un millón (11) para todas las operaciones que pudiéramos denominar de dimensión media. Junto a ellas se utilizaron también con cierta profusión letras de 250.000 y 500.000 pesetas que, como consecuencia de la nueva normativa financiera de principios de 1981 y de las consiguientes indicaciones de las autoridades, dejaron de emitirse en la Bolsa de Madrid a partir de febrero.

Al objeto de contemplar un período en el que el comportamiento de los emisores ha sido más homogéneo a este respecto, se ofrecen a continuación las cifras referentes a la Bolsa de Madrid, que clasifican por importes los volúmenes contra-

tados durante el año 1981. (Ver cuadro n.º 3.)

Como la estadística que sirve de base a este cuadro incorpora conjuntamente las informaciones del mercado primario y del secundario, las cifras de las letras de cuarto y medio millón contenidas en el mismo resultan superiores a las que corresponden a emisiones primarias de letras de esos nominales en el período considerado. Igualmente, el criterio de agrupación estadística empleado puede dar lugar a que en el concepto de letras de un millón hayan resultado incluidas algunas letras de 750.000 pesetas negociadas en el mercado secundario, puesto que convencionalmente se han consignado dentro de dicho concepto todos los nominales que sin exceder de un millón superaban las 500.000 pesetas. No obstante, el error cometido carece por completo de significación dentro del conjunto y no desvirtúa en lo más mínimo el marcado predominio del nominal de un millón en cuanto a la frecuencia de su utilización por los emisores de letras bursátiles.

Los tipos de descuento se han

agrupado, asimismo, de modo muy acentuado, en torno a determinados valores modales. Estos, sin embargo, han experimentado variaciones, aunque ligeras, durante los meses de vigencia del mercado, variaciones que en general se han acomodado bastante a las registradas en el mercado monetario, sobre todo durante 1981.

El mercado comenzó con el tipo del 13 por 100 como más frecuente, equivalente a una rentabilidad para efectos a un año del 14,94 por 100, pero a partir de abril de 1980 se elevó a 13^{1/2} (equivalente a 15,60) y así permaneció hasta fines de enero de 1981. En marzo de 1981 los tipos tendieron a bajar (también lo hicieron los del mercado interbancario), registrándose probablemente los descuentos normales más bajos para el mercado primario, 12^{6/8}; tras una leve recuperación en el mes siguiente, hubo una nueva flexión a la baja en el verano, época en la que la disminución estacional de la demanda facilitó la práctica de tipos de 12^{7/8}. En el mes de octubre, en el que la negociación se reanimó considerablemente, se experimentó un nuevo aumento, llegando a alcanzarse algunos días tipos de 13^{2/8}, si bien el descuento más frecuente para el conjunto del mes se ha cifrado en 13^{1/8}. En definitiva, pues, la traducción de los valores modales extremos en términos de tasas de rentabilidad efectiva, arroja unos valores comprendidos entre 14,61 y 15,60 por 100, o sea que la oscilación máxima ha sido casi exactamente de un punto porcentual en un período de unos veinte meses. Dado el nivel absoluto de las tasas de rentabilidad, esto supone una gran estabilidad, acorde con la experi-

CUADRO N.º 4

CONTRATACION DE LETRAS SEGUN TIPOS DE DESCUENTO

	1980 (%)	1981 (*) (%)
13,75 por 100 o más	1,15	0,40
13,625 por 100	1,40	0,85
13,50 por 100	64,50	11,55
13,375 por 100	11,10	4,45
13,25 por 100	10,37	8,73
13,125 por 100	0,86	7,77
13 por 100	7,50	16,58
12,875 por 100	0,13	13,02
12,75 por 100	1,07	18,28
12,625 por 100	0,02	6,19
12,50 por 100 o menos	1,90	12,18
TOTAL	100,00	100,00

(*) Enero-septiembre.
Fuente: Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid.

mentada en ese tiempo por los tipos de interés más significativos del sistema.

En el cuadro n.º 4 se recogen los porcentajes de contratación en la Bolsa de Madrid, para los períodos que se indican, a los distintos tipos de descuento.

Estas cifras ponen de relieve el menor nivel de los tipos modales de descuento practicados en 1981 respecto a los que predominaron en 1980. Sin embargo, acusan también el influjo del desarrollo, en el último período considerado, del mercado secundario, en el que los tipos suelen ser más reducidos que en el mercado primario. Esto es consecuencia, no sólo de que, como es obvio, los plazos que restan hasta el vencimiento son menores en aquél que en éste —y existe una tendencia a la reducción de los tipos nominales cuanto menor es el plazo de la colocación—, sino también a que la mayor parte de las transacciones de mercado se-

cundario tiene lugar sobre efectos próximos a vencer, o sea, a un plazo remanente bastante corto, normalmente de dos a tres meses.

El mercado secundario a que acabamos de aludir posee una importancia destacada de cara a las posibilidades futuras del mercado de letras. Su desarrollo ha sido paulatino y, como es lógico, más lento, al principio, que el del mercado primario, aunque ha alcanzado ya volúmenes aceptables, que últimamente propenden a crecer incluso más rápidamente que los de la contratación primaria. En 1980 la relación mercado secundario-mercado primario fue del 4,6 por 100, en tanto que en el período enero-octubre de 1981 se sitúa en el 6,4 por 100 para el conjunto de las cuatro Bolsas. Hay que hacer notar que de la información disponible se desprende una disparidad bastante marcada en cuanto al comportamiento en este terreno

de las diferentes Bolsas, como se deduce del cuadro n.º 5.

Tratándose de activos generalmente a corto plazo, existe una acusada vocación de permanencia hasta el vencimiento por parte de la mayoría de los operadores. No obstante, como quiera que, al propio tiempo, hay una demanda potencial de letras a plazos aún más cortos, que tiende a exceder en ocasiones (12) a la oferta provocada por deseos espontáneos de desinversión anticipada, la tendencia a la reducción de los tipos de descuento en tales casos proporciona una buena oportunidad para la venta de letras y su sustitución por otras a mayores plazos. Por ello en Madrid se ha detectado la presencia de instituciones que rotan su cartera de efectos de una manera más o menos sistemática, con lo que refuerzan de este modo la rentabilidad de la misma con los diferenciales obtenidos en las operaciones de venta y que vienen además a prestar objetivamente un buen servicio al mercado, al ampliar su liquidez. Esto puede explicar, al menos en parte, si es que este tipo de actuaciones se ha localizado preferentemente en la Bolsa de Madrid, esa disparidad a que antes se hacía referencia.

Para terminar el contenido del presente epígrafe, conviene hacer una breve consideración acerca de un problema que se suscitó principalmente con motivo de la implantación del mercado de letras, y que es el referente a la repercusión que pudiera tener respecto del mercado de valores. Los detractores del nuevo mercado —que los hubo— alegaron que la colocación en letras podría afectar muy sensiblemente a la inver-

CUADRO N.º 5
**PORCENTAJES
 DE LA CONTRATACION
 EN EL MERCADO
 SECUNDARIO RESPECTO
 DE LA DEL PRIMARIO**
 (Enero-octubre de 1981)

	%
Madrid	8,1
Barcelona	3,5
Bilbao	5,4
Valencia	2,3
TOTAL DE LAS BOLSAS... ..	6,4

Fuente: Elaboración propia sobre datos del Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid. Cifras de octubre estimadas.

sión en valores mobiliarios, desviando recursos hacia aquéllas y deteriorando las cotizaciones. La contraargumentación se basaba en que la inversión en letras no goza de ninguna protección —las letras no tienen cabida en ningún coeficiente de inversión ni gozan de ventajas fiscales, que hoy constituyen una motivación muy importante para la adquisición de valores—, y también en el hecho de que con anterioridad existían ya amplias oportunidades de colocar dinero, tanto en letras como en modalidades alternativas similares.

En el mundo financiero no existen compartimentos estancos y, por ello, no puede descartarse por completo que la adquisición de letras sea competitiva en algún grado respecto de la compra de acciones u obligaciones. Sin embargo, parece que quienes defendían el mercado cambiario estaban más acertados que quienes lo atacaban. Por una parte, por la

solidez de los argumentos de aquéllos; por otra, porque hasta ahora los hechos les han dado la razón. Cualquier especulación sobre el posible desarrollo alternativo de acontecimientos pasados es siempre aventurada. Y, por tal motivo, tampoco puede asegurarse que, en ausencia del mercado de letras, lo que clásicamente se entiende por «la Bolsa» no hubiera experimentado en estos dos últimos años un comportamiento más favorable. Pero lo innegable es que, tras mucho tiempo de profunda crisis y de continuada depresión de las cotizaciones y de la negociación, ha sido precisamente a partir de 1980 —por supuesto, por razones por completo ajenas— cuando se ha iniciado una recuperación de los cambios de los valores y un aumento de los volúmenes contratados.

7. PERSPECTIVAS DE EVOLUCION

El arraigo definitivo del mercado bursátil de letras de cambio en el panorama financiero español, que parece que puede pronosticarse con base a su satisfactoria andadura inicial, exige el desarrollo del mercado secundario, que, como se ha visto, ha ido también desplegándose en estos primeros tiempos.

Como en todo mercado financiero, aunque verse sobre activos con vencimiento a plazos no dilatados, el mercado secundario es una apoyatura fundamental para el lanzamiento al mismo de emisiones, las cuales tendrán tanto mayor aceptación cuanto mayores sean las posibilidades efectivas de

desinversión, porque aunque no sea la intención originaria de los oferentes de fondos la de recobrarlos antes del vencimiento de los títulos adquiridos, la mayor parte de ellos otorga un valor considerable a la susceptibilidad de lograr la recuperación en cualquier momento o, por lo menos, en un momento próximo en el tiempo con respecto a aquel en que se pueda adoptar, por la razón que sea, una decisión en tal sentido.

Pero además, en nuestro caso, la fluidez del mercado secundario tiene una importancia especial en cuanto que hace factible el empleo del mercado para colocaciones transitorias de excedentes financieros, a plazos sensiblemente inferiores a los de la vida de las letras, lo que siempre tiene utilidad, pero más si se tiene en cuenta que muchos particulares, empresas e instituciones tienen vedado el acceso a otras facetas de lo que en sentido amplio puede llamarse el mercado del dinero, del que el mercado bursátil de letras constituye ya una de las piezas.

Finalmente, el desarrollo previsible del mercado secundario debe conducir a la introducción de letras a plazos mayores que los normalmente practicados en esta primera etapa junto a las hasta ahora más usuales, que son las de vencimiento en torno al año. El mercado de letras, por su naturaleza, nunca será un mercado de títulos a largo plazo. No obstante, no parece ni muchos menos descartable que no tardando mucho tiempo pueda albergar emisiones de letras, por ejemplo, a dieciocho meses y a dos años, con el respaldo de un mercado secundario más desarrollado y activo, lo cual prestaría una contribu-

ción importante, cuando difícilmente las emisiones de obligaciones (títulos de la Deuda incluidos) pueden emitirse a más de tres-cuatro años y eso contando con el apoyo de la deducción por inversiones en el Impuesto sobre la Renta, en su aspecto de incentivo y en el de la limitación que implica el período mínimo de tres años de mantenimiento de las inversiones acogidas a la deducción.

Cabe también contemplar para un futuro próximo la ampliación de la fórmula utilizada, dando entrada a modalidades distintas, tales como las letras avaladas o aceptadas por las instituciones que hasta ahora han venido actuando sólo como libradoras, o incluso a letras en las que la garantía básica descansa en la participación de otras instituciones diferentes.

Por lo que respecta a la relación del mercado bursátil con el campo, más extendido, que supone la operatoria sobre letras en general, la perspectiva más lógica, y a la vez más objetivamente deseable, es la de que de manera progresiva, se vayan canalizando hacia aquél cuotas crecientes de esta operatoria, aunque quede una parte importante de la misma al margen de la Bolsa, constituida por las operaciones que, por sus características, puedan plantearse sobre bases de relación bilateral, o por aquellas en las que se busque conscientemente por parte del inversor una mayor rentabilidad, que compense el mayor riesgo y la menor liquidez.

NOTAS

(1) Martes y jueves, en Madrid y Bilbao; martes y viernes, en Barcelona, y miércoles y viernes, en Valencia.

(2) *Los mercados de letras de cambio: información estadística y evolución*, páginas 36 y ss.

(3) Si bien, por las razones que expone, prefiere utilizar como frontera delimitadora un período teórico de 395 días, en vez del año natural. Véase *Boletín Económico del Banco de España*, n.º julio-agosto 1981, página 38.

(4) Ese porcentaje es el que rige para los tramos de la tarifa comprendidos entre 250.000 y 32.000.000 de pesetas, siendo menor para los inferiores y mayor (3 por 1.000) para el exceso respecto de este último importe.

(5) JUAN ROVIRA TARAZONA, «El Impuesto sobre transmisiones patrimoniales y Actos jurídicos documentados», en *Comentarios a la Ley de la Reforma del Sistema Tributario* (Ediciones ICE, Madrid), pág. 141.

(6) Véase n.º 6 del artículo 147.

(7) Estudio citado, pág. 44.

(8) En la exposición de este principio, de aceptación doctrinal prácticamente unánime, puede destacarse, a título de ejemplo, la defensa que del mismo hace WILLIAM J. BAUMOL en *The Stock Market and Economic Efficiency* (Fordham University Press, Nueva York, 1965), págs. 2 y ss.

(9) Consideraciones más detalladas sobre este problema pueden encontrarse en otros dos trabajos míos: *El Sistema Financiero Español* (Instituto de Estudios Económicos, Madrid, 1980), págs. 90 y ss., y *Algunas reflexiones sobre la reforma del Sistema Financiero*, PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.º 7, págs. 85 y ss.

(10) Véase estudio citado en el *Boletín Económico del Banco de España*, n.º julio-agosto, cuadro VII-16, de la pág. 41.

(11) Es lógico que las entidades emisoras traten de minimizar la incidencia del impuesto sobre actos jurídicos documentados sobre las operaciones financieras documentadas en letras destinadas al mercado bursátil, acomodándose a los límites superiores de los distintos tramos de la escala. Por eso la modificación operada por la Ley de 21 de junio de 1980 reforzó la tendencia a no utilizar efectos de 750.000 y 1.250.000 pesetas y emplear más las de un millón.

(12) A título anecdótico, pero no carente de significación, puede destacarse la demanda para letras con vencimientos próximos a las fechas de ingreso del Impuesto sobre la Renta, especialmente del segundo plazo, cuyo importe se conoce de antemano con más certeza.