

PRESENTE Y FUTURO DEL SISTEMA FINANCIERO INGLÉS (*)

El sistema financiero inglés se ha caracterizado siempre por una serie de notas distintivas: por su flexibilidad para adaptarse a los cambios de entorno, por su grado de apertura —que exige que los intermediarios financieros se especialicen y sean extremadamente competitivos— por la separación existente entre el negocio bancario y el negocio bursátil —que da lugar a que la banca comercial sea un intermediario en el sentido estricto del término— y por el buen entendimiento que, tradicionalmente, ha existido entre el Banco de Inglaterra y los medios financieros, lo que ha dado lugar a normas muy flexibles y que gozan de amplia aceptación. El objeto de este artículo, del que es autor **Salvador García-Atance**, es describir las piezas y el funcionamiento del sistema financiero inglés y ponderar los cambios que en él han de producirse a consecuencia de las nuevas normas que regulan la actividad bursátil.

HISTORICAMENTE, el sector monetario y financiero inglés es el ejemplo que se utiliza sistemáticamente para probar la conveniencia de un sistema liberal de regulación financiera. Después de la segunda guerra mundial, y sobre todo desde finales de los años cincuenta, Londres incrementó su papel como centro financiero internacional debido a una combinación de errores regulatorios de las autoridades económicas del país que debería haber ocupado ese puesto, Estados Unidos, y acierto del Banco de Inglaterra al diseñar un sistema de intervención monetaria y financiera extremadamente flexible y realista. En la actualidad, Londres es el centro mundial de los euromercados y la economía inglesa ha podido sobrevivir en los últimos veinte años gracias a la eficiencia de su mercado financiero.

El actual gobierno conservador inició, tras su llegada al poder en 1979, una serie de actuaciones, a través de la Comisión que se encarga de la defensa de la competencia, que están impulsando un cambio estructural importante dentro del sistema financiero. Desde principios de 1984, y durante los próximos tres o cuatro años, la City va a transformarse, pasando de un marco de actuación experimentado durante décadas a un sistema operativo diferente que se irá definiendo en el futuro próximo, y cuyas características serán el resultado del incremento de la competencia exterior junto con la reacción de los operadores actuales y la regulación del Banco de Inglaterra.

La entrada en el mercado de valores inglés de las instituciones americanas y el éxito histórico de la intervención, en cir-

cunstancias difíciles, de la autoridad monetaria inglesa, hacen que sea sumamente interesante observar la evolución del cambio estructural del sector financiero; sobre todo si tenemos en cuenta que hace pocos años nuestro propio sector financiero inició un proceso de modernización que se debe acelerar inevitablemente, si queremos evitar volver a tener una economía subdesarrollada en un futuro más o menos próximo.

En este artículo se pretende resumir el esquema de funcionamiento actual y los cambios que se están produciendo en el sistema financiero del Reino Unido, así como describir, en líneas generales, la alternativa de futuro generalmente aceptada dentro de la City.

1. EL SISTEMA ACTUAL

El resumen del actual sistema financiero inglés lo vamos a presentar en tres pasos. En primer lugar, describiremos brevemente la estructura de cada uno de los tres mercados en los que se divide el sector financiero: el mercado de valores, los mercados monetarios y el mercado de divisas. En segundo lugar, haremos un breve comentario sobre las características de cada uno de los agentes que participan en estos mercados. Por último, veremos, con algún ejemplo de tipo general, y con un gráfico explicativo, el funcionamiento agregado del sistema.

a) Los mercados (1)

El mercado de valores inglés (Stock Exchange) está domina-

do por los títulos de deuda pública. Se intercambian títulos de renta fija y variable privados, pero el grueso de la contratación anual (80 por 100) se efectúa en deuda pública con plazo superior a un año (2). El mercado de deuda (3) es el de mayor tamaño relativo del mundo (el segundo en tamaño absoluto).

El mercado de valores inglés es una asociación privada, con unas reglas que, tradicionalmente, han delimitado su estructura y que se pueden resumir en dos. La primera se refiere a la entrada en el mercado de valores, que es restrictiva y está regulada por la propia asociación. La intención final de esas restricciones consistía en evitar que el mercado de valores estuviese dominado por instituciones bancarias, situación generalizada en varios países no anglosajones y que ha conducido a bolsas de valores raquíticas y poco efectivas (4). Igualmente, los impedimentos a la entrada frenaban la competencia exterior, pues no se permitía que los *dealers* de valores americanos fuesen socios del *Stock Exchange* inglés. Ninguna empresa ajena a la Bolsa podía tener una participación de capital en un agente bursátil igual o superior al 30 por 100.

La segunda regla de funcionamiento de la Bolsa se basa en el sistema de *capacidad simple*, según el cual el intermediario que conecta los dos extremos del mercado, el *broker*, no puede operar como principal, es decir, no puede tomar posiciones para su propia cartera. El intermediario que «hace» el mercado, es decir que actúa como principal comprando y vendiendo para su propia cartera, es el *jobber*.

Esta *regla de capacidad simple* está basada en la necesidad que tienen los *brokers* de efectuar sus operaciones a través de los *jobbers*, incluso cuando tienen conectados comprador y vendedor, y, sobre todo, en los acuerdos de comisiones mínimas que tienen que cobrar todos los *brokers* que actúan en el mercado de valores.

Tal sistema organizativo ha planteado dos problemas. En primer lugar, los *jobbers* tienen tradicionalmente poco capital operativo, debido a las restricciones de entrada ya comentadas. Sólo existen dos *jobbers* que trabajan con volúmenes grandes, y aún así las operaciones por importe superior a cinco o diez millones de libras son negociadas por los *brokers* conectando a comprador y vendedor, tomando el *jobber* (5) un porcentaje pequeño de la operación, ya que su falta de capital no le permite tomar posiciones importantes en un título concreto. En segundo lugar, las limitaciones a la entrada y los acuerdos sobre comisiones mínimas han sido considerados recientemente como prácticas restrictivas de la competencia, siendo, por tanto, un problema estudiado por la Comisión que regula la defensa de la competencia. Esta intervención ha sido el detonador de los cambios del sistema financiero inglés, como veremos en el próximo apartado.

Al igual que el mercado de valores inglés tiene la característica atípica de la capacidad simple de los intermediarios, los mercados monetarios tienen la originalidad de funcionar alrededor del mercado de descuento, a través del que interviene monetariamente el Banco de Inglaterra.

El mercado de descuento está formado por diez instituciones, llamadas casas de descuento, cuya actividad consiste fundamentalmente en tomar pasivos de los bancos, del interbancario, o de eurodólares, a muy corto plazo y descontar letras comerciales o letras del Tesoro (6). Se trata de operadores con doble capacidad, *brokers* y tomadores de posición, en este tipo de instrumentos financieros. Las casas de descuento, por tanto, se nutren para su pasivo de fondos a muy corto plazo y cubren su activo básicamente con las letras que han sido aceptadas inicialmente por la banca industrial. Este mercado es el transmisor de la política monetaria al resto del sistema, porque el Banco de Inglaterra efectúa sus operaciones de mercado abierto mediante letras del Tesoro o letras comerciales, utilizando a las casas de descuento como contrapartida.

El mercado de descuento está ligado al resto de los mercados monetarios. Básicamente, al interbancario, dominado por la banca comercial, al mercado de certificados de depósito, que tiene profundidad aunque es un mercado con un comportamiento ocasionalmente aleatorio, al mercado de las autoridades locales, del que se nutren estos organismos por razones de desajuste de tesorería, y a otros mercados menores.

En todos estos mercados, el banco exige a los *brokers* que actúen únicamente como intermediarios y que no tomen posiciones, tratando de salvaguardar la objetividad que debe mantener el intermediario que conecta a compradores y vendedores (7).

La eficacia y flexibilidad reguladora del Banco de Inglaterra permitió que Londres se convirtiera, en los años de la internacionalización del capital financiero, en el centro de los euro-mercados. El mercado de eurodólares es un mercado monetario que tiene su centro primero en Londres, dado que ahí se realiza un 40 por 100 aproximado del total de transacciones. El mercado se utiliza, por parte de los intermediarios bancarios, para prestar o tomar préstamos, cantidades importantes de dinero y, por lo general, a plazo inferior a seis meses y, por parte de los operadores, para conectar los mercados interiores de cada país con los mercados en otras divisas. El mercado de eurodólares es el lugar adecuado en el que apoyarse para llevar a cabo operaciones triangulares y otras operaciones de arbitraje o especulación.

El último mercado monetario inglés, de implantación reciente, pues sólo tiene año y medio de vida, es el mercado de futuros financieros, que existe en Chicago desde 1976. En este mercado se pueden negociar tres tipos de contratos a futuros de tipos de interés —depósito a tres meses de eurodólares, depósito a tres meses en libras y deuda pública a veinte años— y cuatro contratos a futuros en divisas —libras, francos suizos, marcos y yens—, que son contratos *forward* estandarizados denominados en dólares. El mercado a futuros es el segundo eslabón de conexión entre los mercados interiores y exteriores y entre diversos plazos. Por ejemplo, un banco puede cubrir la necesidad futura de tomar prestado a corto plazo en yens, mediante una operación en depósitos a tres meses en

eurodólares y un contrato a futuros en yens.

El mercado de divisas en sus dos versiones, *spot* y *forward*, no es, en sentido estricto, un mercado monetario, aunque los intermediarios (*brokers*) y operadores (bancos, etc.) sean los mismos que en los mercados monetarios. El mercado de divisas de Londres es muy profundo y tiene una enorme liquidez, debido al desarrollo del sistema financiero inglés y, sobre todo, al mercado de eurodólares con base en Londres.

b) Los agentes participantes

El centro de todo el sistema financiero es el *Banco de Inglaterra*, que depende del Tesoro y actúa como su agente en los diversos mercados. El Banco tiene dos tipos de intervenciones diferentes. La primera es la regulación del mercado, aspecto en el que el Tesoro le deja, generalmente, vía libre. La regulación cubre desde el engarce con el sistema interior (8) del mercado de eurodólares hasta el código de conducta de los *brokers* de divisas o de los mercados monetarios o Bolsa, pasando por la supervisión bancaria, o el mantenimiento y regulación del mercado de descuento. Tradicionalmente, el Banco regula de forma flexible y trata siempre de que las normas se elaboren en el seno de comisiones que formen los interesados, y en las que el Banco tiene en muchas ocasiones el único papel de poner límites poco restrictivos a la autorregulación de la correspondiente actividad (9). El éxito del Banco en su actividad regulatoria ha

sido muy grande en el pasado, siendo en el presente un buen ejemplo de su flexibilidad el hecho de que los bancos no tengan un coeficiente obligatorio de reservas, sino que sean supervisados, por motivos precautorios, de forma individual y no sujeta a ningún tipo de reglamentación rígida.

La segunda actividad del Banco consiste en operar, por cuenta del Tesoro, en el mercado de descuento —con letras comerciales o letras del Tesoro—, en el mercado de divisas y en el mercado de valores, por medio de los títulos de deuda pública. A través del mercado de descuento, se equilibra día a día el mercado de dinero; a través del mercado de divisas, se interviene en las fluctuaciones del tipo de cambio, y a través de la Bolsa se negocia la financiación del sector público. El Banco es el colocador y diseñador (10) de los títulos de la deuda, así como el encargado de vigilar el mantenimiento de un mercado secundario, líquido y ordenado.

En esta segunda actividad, el Banco ha obtenido históricamente unos resultados buenos, pero no tan espectaculares como en las cuestiones de regulación. El Banco sufrió los problemas de control monetario que experimentaron casi todos los países en los años setenta. En la actualidad, parece haber encontrado una solución satisfactoria, pero difícilmente duradera. La intervención en el mercado de deuda y en el mercado de divisas ha sido más eficaz, en particular en el primero, puesto que en Inglaterra los títulos públicos gozan de una liquidez muy grande, lo cual permite que los déficits del Estado se financien con un nivel de expulsión

mínimo para cada valor de la cifra a financiar.

El poder del Banco en la City es sólo comparable a su prestigio. Partiendo de la base de que el agente regulador tiene que ser, por definición, el enemigo de cada uno de los demás participantes, el Banco ha conseguido unos resultados en el desarrollo del sistema financiero inglés que le han ganado el respeto general.

Los agentes que ponen en contacto a los diversos participantes en los mercados son los *brokers*. Por las características de cada mercado, se pueden diferenciar tres tipos de *brokers*. Los del mercado de valores, de los que ya hemos comentado que tienen capacidad simple —es decir, no pueden tomar posiciones por cuenta propia—, están dominados por tres firmas y, además de intermediar, prestan servicios de asesoría financiera y de inversiones y publican una serie de documentos de estudio sobre diversos aspectos del mercado de valores. Algunos de ellos están especializados en el mercado de deuda pública, debido a la importancia, ya comentada, de este tipo de títulos en la bolsa inglesa. Los otros dos tipos de *brokers* se dedican a los mercados monetarios, pero son absolutamente distintos. Los primeros, los *brokers* del mercado interbancario, eurodólares, divisas y futuros (aunque también intermediar en el mercado de las autoridades locales y en certificados de depósito), tienen también capacidad única y no pueden tomar posiciones. Son *brokers* ligados en general a *brokers* americanos, bien por acuerdos operativos o por pertenecer al mismo conglomerado financiero, y que

operan, por tanto, en los mercados importantes del mundo. Uno de los grandes puede tener sucursales en Hong-Kong y Sydney que conectan con la sucursal de Singapur, otras oficinas en Kuwait y/o Bahrein, Zurich, Londres, Nueva York y San Francisco y trabajan con *brokers* locales en países como Francia, Italia o España. Esta red le permite cotizar divisas o eurodólares prácticamente las veinticuatro horas del día de forma continua. Dentro de pocos meses el *broker* más grande del mercado inglés tendrá una sala de operaciones con trescientos empleados que cotizarán simultáneamente todos los instrumentos monetarios imaginables en los que haya un mercado, lo cual da una idea del tamaño de estos intermediarios financieros. Los otros *brokers* del mercado monetario, en concreto del mercado de descuento, son las *casas de descuento*. Las casas de descuento son unos intermediarios particulares del sistema financiero inglés, que toman posiciones por cuenta propia y hacen el papel de *brokers* del mercado de descuento, y que tienen la función especial de ser el canal a través del cual el banco articula su política monetaria. Son los únicos agentes del mercado inglés que tienen doble capacidad.

Las casas de descuento tienen un pasivo formado por dinero al por mayor y a muy corto plazo (un día, una semana) que toman básicamente de los bancos (eurodólares o interbancario) y de clientes institucionales, y un activo formado por letras del Tesoro y de las autoridades locales, algo de deuda pública y, sobre todo, letras comerciales, que es de donde toma el nombre el mercado.

Las letras que negocian están previamente aceptadas por un banco de negocios (11) (ver más adelante) y, generalmente, pueden ser redescontadas por el Banco. Su negocio consiste, por un lado, en cuadrar posiciones logrando un beneficio con el diferencial de tipo de interés entre los depósitos bancarios y las letras, y, por otro lado, en tomar una posición esperando que los tipos de interés (12) se comporten de la manera que ellos han previsto.

Las casas de descuento pueden tomar activos hasta un múltiplo determinado de su capital, de forma similar a nuestras sociedades mediadoras, y los intermediarios bancarios tienen la obligación de mantener un mínimo de fondos en el mercado, impuesto por el Banco, para asegurar una gran liquidez en el mercado de letras.

El Banco utiliza una de las casas pequeñas como su *broker*, aunque, a diferencia del *broker* del gobierno en el mercado de valores, es un intermediario que no recibe información del Banco.

La intervención monetaria, que se articula por medio del mercado de descuento, se efectúa de la siguiente manera (13). El Banco compra o vende letras de las casas de descuento, de forma acorde con sus objetivos de política monetaria, actuando como prestamista de última instancia en caso necesario. Las casas de descuento planean operaciones diarias —intermediación, arbitraje y toma de posiciones— en función de lo que esperan que sea la política del Banco en ese día y en los días inmediatamente siguientes y, aunque actúan con la garantía de tener un prestamista de última instan-

cia, el Banco aplica tipos gravosos si una casa de descuento acude a la ventanilla de forma sistemática.

La ventaja para el Banco de contar con este tipo de intermediarios, que transmiten los efectos de su política monetaria al resto del sistema, es que, de esta forma, no tiene que actuar en un mercado como el interbancario que, al estar dominado por los bancos comerciales (ver más adelante), podría plantearle problemas continuos. El mercado de descuento cumple la función de interponerse entre la banca privada al por menor y el Banco de Inglaterra, de forma que hace más fácil la instrumentación de la intervención monetaria. La banca comercial critica sistemáticamente al Banco por mantener un mercado como el de descuento, en el que sólo existen dos agentes grandes y eficientes, siendo el resto, desde el punto de vista de los bancos, una serie de «enanos financieros» que llevan una vida artificial, propiciada por la autoridad monetaria. Sin embargo, los conflictos que evita la existencia de las casas de descuento, además del papel que juegan en el mercado de letras, justifica su tradicional presencia en el sistema financiero inglés.

Los intermediarios financieros bancarios los podemos dividir en tres clases: bancos comerciales, bancos de negocios y bancos extranjeros.

El sistema de regulación bancaria inglés es muy diferente del de los otros países europeos. Los bancos no tienen coeficientes de caja o inversión (14) obligatorios, la supervisión es individual y muy flexible, no hay prácticamente restricciones a la ex-

pansión, el sistema es extremadamente abierto en lo que respecta a acceso y establecimiento (15) y existe un seguro, con un máximo, para los depositantes.

Los *bancos comerciales (clearing banks)* se denominan así por ser los únicos que tienen cámara de compensación. Son básicamente los cuatro grandes —Barclays, National Westminster, Lloyds y Midlands— y otra media decena de bancos mucho menores. Los bancos de compensación son similares a nuestros bancos comerciales. No tienen requerimientos de reservas y son supervisados de forma individual, por motivos de precaución, por el Banco de Inglaterra.

Los *bancos de negocios* toman pasivo únicamente al por mayor, siendo su activo similar en estructura, aunque menor, al del resto de la Banca. Además de sus operaciones bancarias, realizan tres tipos de labor asesora que los caracterizan. En primer lugar, aceptan letras, es decir, las garantizan, de las compañías comerciales, con lo que son negociadas sin riesgo en el mercado de descuento. Para que puedan ser redescontadas por el Banco de Inglaterra han de ser aceptadas por un subconjunto de los bancos de negocios que son las casas de aceptación (*acceptance houses*) y tener unas características determinadas, como representar fielmente una actividad comercial, etcétera. En segundo lugar, cuentan con un departamento de asesoramiento de empresas para emisiones en Bolsa, ampliaciones de capital y fusiones. A través de este departamento, actúan como aseguradores en el mercado de eurobonos, *bulldog* (16), etc. Son los bancos

que toman parte en la colocación, por ejemplo, de una emisión del Reino de España en los mercados internacionales. Por último, son asesores de inversiones, gestionando la cartera de fondos de pensiones y compañías de seguros y también la de personas físicas de extrema riqueza: no suelen gestionar carteras inferiores a cinco millones de dólares.

Los bancos de negocios levantan también «murallas chinas» entre el departamento de inversión, que maneja discrecionalmente sumas extremadamente fuertes por cuenta de sus clientes, y el departamento (*corporate finance*) de asesoría de empresas y emisiones en la Bolsa o en los mercados de eurobonos, etc. Es obvio que sin esa estanqueidad la comunicación entre los dos departamentos haría que el inversor pudiese perder la confianza de sus clientes, al tener que apoyar ciertas emisiones aseguradas o recomendadas por el segundo departamento. La independencia de los dos departamentos es la base de la confianza de los clientes, que son la fuente de ingresos de un banco de negocios.

Los bancos extranjeros, muy numerosos, se dividen en dos grandes grupos. Los que se dedican a representar intereses de su país, con una clientela basada en ese origen, y los que tienen intereses y clientela en Inglaterra y compiten con la banca inglesa. Su actividad es similar a la que efectúa cualquier intermediario bancario con una red internacional.

El Estado tiene su propio banco, con una red de sucursales muy extensa, pues se utiliza en conexión con las oficinas de

correos. Capta depósitos que se emplean para financiar una pequeña parte del déficit público. Por otra parte, el Estado coloca deuda pública no negociable a través de las oficinas de correos, deuda que, por sus características, compite directamente con los depósitos bancarios y con los depósitos de las *building societies*.

Las *building societies* son instituciones que tienen un pasivo muy similar al de la banca comercial, con la excepción de que los depositantes son, por definición, propietarios de la sociedad y no pueden mantener descubiertos, y con un activo empleado básicamente en los préstamos para compra o arreglo de vivienda con garantía hipotecaria. La Banca se queja continuamente de la competencia de estas sociedades. Dada la creciente similitud de éstas con los bancos, la regulación ha ido acercándose. Así, por ejemplo, han perdido recientemente algunos beneficios fiscales que tenían sus inversiones en deuda pública y su pasivo ha sido incluido entre los agregados monetarios que son objeto del banco emisor. Las *building societies* todavía no están supervisadas por el Banco de Inglaterra sino por su propio organismo regulador. Es difícil pensar que esta situación sea duradera si continúa el proceso de homogeneización con la Banca.

Los *fondos de pensiones* son instituciones que reciben cuotas de sus asociados y las invierten, en general, en deuda pública interior, aunque se internacionalizan cada vez más para obtener una renta con la que pagar su pasivo, que está formado por las pensiones que perciben sus asociados, una vez llegados a la edad de retiro. Los

fondos de pensiones son unos inversores institucionales de enorme importancia, tanto por su volumen como porque, dadas las características de largo plazo de su actividad, sus inversiones se efectúan en gran proporción por encima de los quince o veinte años. De hecho, son los grandes inversores en deuda pública a esos plazos.

Las *compañías de seguros* tienen las características de las de cualquier país, y son los inversores más importantes en el mercado de deuda entre cinco y quince años. El seguro inglés

tiene la peculiaridad de la existencia de Lloyd's, que es el mercado en el que se coloca una buena parte del reaseguro mundial.

Las *casas financieras* son similares a nuestras financieras, y, en general, pertenecen a grupos bancarios. Están especializadas en la financiación de las compras a plazos.

Los *trusts de inversión* se dedican a manejar la cartera de inversores modestos que no pueden diversificar de forma adecuada. Su actividad la ejercen,

CUADRO N.º 1

INSTITUCIONES BANCARIAS

(Millones de libras)

	Activo	Capital
Sistema Bancario (1982)	540.024	—
Mercado de Descuento (1982)	5.124	—
Building Societies (1982)	74.485	—
Casas de Financiación (1982)	9.694	—
Barklays (Banco Compensador) (1983)	26.798	580
Citibank (Banco Extranjero) (1983)	76.000 (*)	520 (*)
Barig-Brother (Banco de Negocios) (1983) ...	1.076,9	5,5
Gerrad & National (Casa de Descuento) (1983).	3.474,4	7,4
Natiowide (Building Society) (1983)	7.347,8	(**)
Lombard-North-Central (1983) (Casa de financiación asociada a National Westminster, que es uno de los cuatro grandes Bancos compensadores)	2.085,5	33,6

INVERSIONES DE OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS EN 1982

(Millones de libras)

	Inversión total	Adquisición neta de activos
Compañías de Seguros	96.099	7.389
Fondos de Pensiones	83.551	6.638
Trusts de Inversión	10.051	208

(*) Transformadoras de dólares a libras. Cifras aproximadas con el tipo de cambio de fin de año.

(**) El capital de una *building society* está compuesto por las acciones y depósitos de todos los socios que son, por definición, todos los depositantes.

en general, tomando pasivo al por menor a medio o largo plazo y diversificando la cartera, tratando de minimizar riesgos y de superar la rentabilidad del índice bursátil. Obviamente, su clientela depende del éxito que obtengan en aumentar la rentabilidad de sus clientes y superar a sus competidores.

En el cuadro n.º 1 se puede observar, en términos agregados, el tamaño de los principales tipos de intermediarios financieros ingleses; se incluyen también ejemplos de instituciones bancarias particulares, elegidas entre las mayores en volumen de cada grupo.

En resumen, el pasivo al por menor es captado en Inglaterra por los bancos comerciales, algunos bancos extranjeros, las *building societies* y el Estado, bien por medio de su banco, bien por medio de la deuda pública no negociable. El pasivo al por mayor es captado por las casas de descuento, los bancos compensadores, los bancos de negocios, los bancos extranjeros y el Estado, por medio de la deuda pública negociable en Bolsa.

Los bancos comerciales y extranjeros tienen un activo similar al de la banca comercial española, aunque no tienen una cartera importante de valores industriales, sino que son estrictamente intermediarios financieros. Los bancos de negocios suman la asesoría al negocio bancario y las casas de descuento hacen el mercado en activos a muy corto plazo.

Los individuos obtienen recursos de los bancos compensadores, de los extranjeros, de las *building societies* y de las casas de financiación y servicios, de

los fondos de pensiones y de las compañías de seguros.

El Banco de Inglaterra supervisa el sistema e interviene en el mercado de descuento para regulación monetaria, en el de divisas para afectar al tipo de cambio y en el de deuda para colocar títulos públicos y mantener un mercado ordenado y líquido.

Para acabar con esta descripción del sistema financiero inglés, vamos a hacer una breve referencia a la regulación del secreto bancario en Inglaterra.

El movimiento de las cuentas de los depositantes, tanto en bancos como en las *building societies*, sólo puede ser investigado con una orden judicial. Sin embargo, los intereses que recibe anualmente cada depositante, que es el aspecto relevante desde el punto de vista fiscal, son conocidos por el ministerio recaudador (17) con todo detalle. Hasta marzo de este año, los bancos proporcionaban a este ministerio una hoja anual detallada de las personas físicas que habían recibido intereses y el importe de éstos. Los intereses se pagaban y era competencia del ministerio recaudar los impuestos por este concepto, dentro de la declaración sobre la renta de cada individuo. Las *building societies* pagaban los impuestos netos, pues retenían en origen (18), aunque con periodicidad quinquenal el ministerio comprobaba una muestra de las declaraciones.

Desde el último presupuesto, los bancos también retienen en origen, pues se entiende que es más barato que esta operación la hagan los bancos, aunque algún cliente pueda defraudar en su tipo marginal, que el pro-

ceso de esos datos por parte del Estado. De forma más espaciada, el ministerio tomará una muestra de las declaraciones y comprobará la aplicación marginal de tipos para desincentivar el fraude.

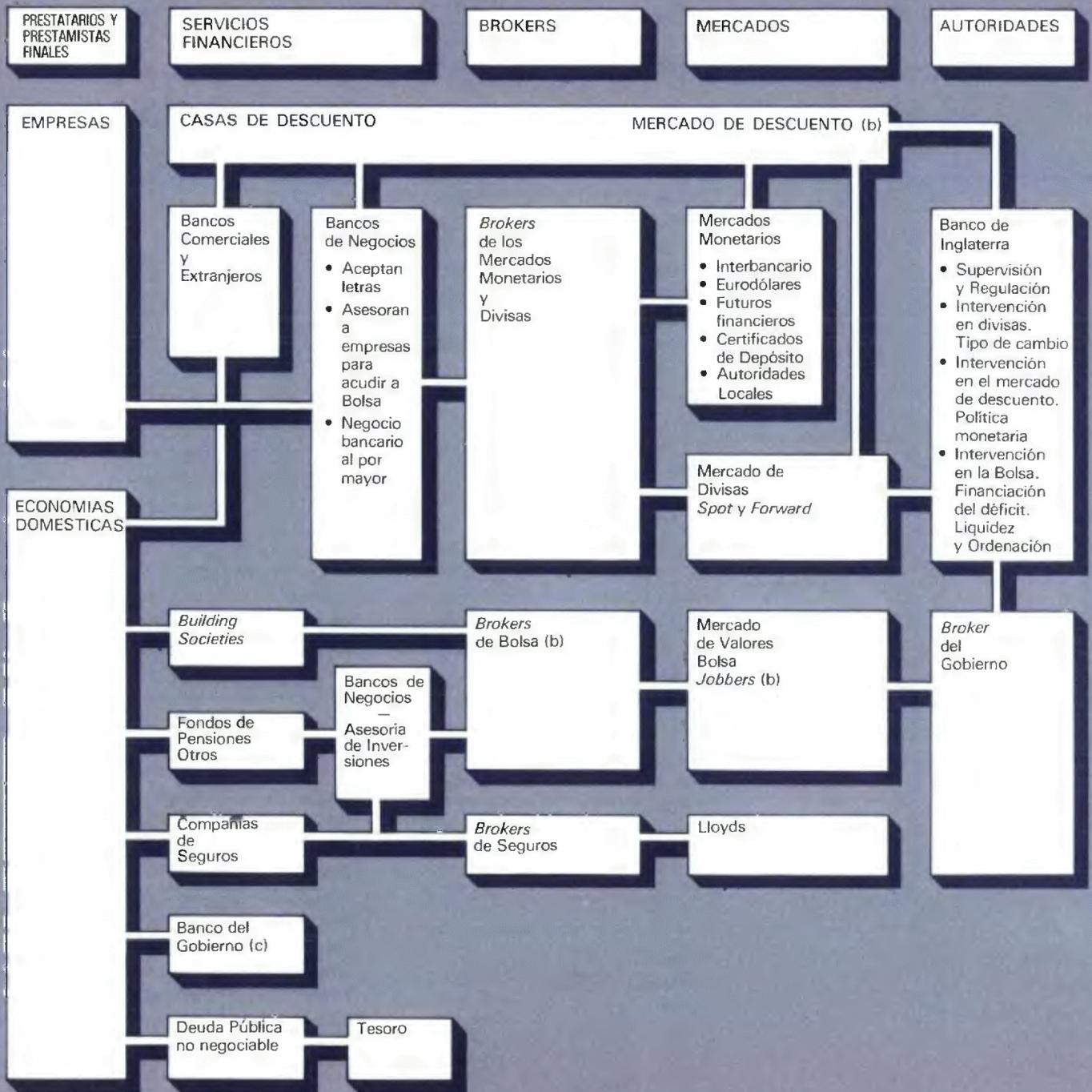
c) El funcionamiento del sistema

Vamos a tratar de esquematizar el funcionamiento del sistema mediante el gráfico 1 y un ejemplo sencillo.

Supongamos, en primer lugar, que existe un incremento de la demanda exterior que afecta a un determinado sector. Las empresas de ese sector necesitarán financiación para iniciar planes de inversión y/o pagar el aumento de sus *inputs* productivos. Si el incremento de demanda es permanente, las empresas acudirán a los bancos de negocios para ampliar capital en el mercado de valores o para fusionarse con otras empresas y aprovechar economías de escala. Las ampliaciones de capital se colocarán a través de los *brokers* bursátiles y serán tomadas por los *jobbers*, que fijarán las condiciones de mercado de estos nuevos títulos.

Las empresas necesitarán otros recursos financieros, bien porque el incremento de la demanda no es permanente y sólo precisan fondos a corto o medio plazo, o bien porque la optimización de su financiación así se lo exige. Debido a estas razones, las empresas tomarán dos tipos de medidas. Por un lado, acudirán a la banca comercial incrementando sus descubiertos o contratando nuevos préstamos. Por otro lado, emitirán letras que serán aceptadas por

**GRAFICO 1
ESTRUCTURA ESQUEMATIZADA DEL ACTUAL SISTEMA FINANCIERO INGLES (a)**



NOTAS

(a) Este cuadro es sólo un esquema de los flujos que se producen en el sistema financiero inglés. Hay empresas suficientemente grandes como para participar directamente (a través de los *brokers*) en los mercados monetarios. Hay Fondos de Pensiones suficientemente grandes como para acudir al mercado de valores sin la asesoría de los bancos de negocios. Hay individuos que acuden directamente a los *brokers* bursátiles. El cuadro recoge, sin embargo, los flujos habituales y más importantes en tamaño, que se producen en el sistema.

(b) Las casas de descuento, que forman el mercado de descuento, son intermediarios y tomadores de posición simultáneos. Los *brokers* de mercados monetarios y de Bolsa tienen capacidad simple, es decir, no pueden tomar posiciones. Los *jobbers* en Bolsa están aislados por el sistema de capacidad simple (no pueden intermediar) y por las reglas de entrada (prohibición de entrada de los *dealers* extranjeros y de participación por encima del 30 por 100 de un *jobber*) del mercado de valores.

(c) National Giro Bank. Conectado a las oficinas de correos, a través de las cuales recoloca la deuda pública no negociable.

los bancos de negocios y colocadas a continuación en el mercado de descuento.

Las empresas, por tanto, estarán tomando fondos de las unidades ahorradoras, bien a través del mercado de valores, o bien a través de la banca comercial, en la cual éstas mantienen buena parte de sus depósitos.

La cartera de los bancos y de las casas de descuento habrá variado, incrementando su activo, para lo que tendrán que haber aumentado igualmente su pasivo. Así se habrá puesto en movimiento una cadena de reacciones que habrá afectado tanto a la colocación de los diversos activos financieros, como a los tipos de rentabilidad que producen. Bancos y casas de descuento intervendrán en los mercados monetarios (interbancario, eurodólares, certificados de depósito, futuros, etc.) a través de los *brokers*, tratando de equilibrar su situación. Hasta aquí los efectos «naturales» de la necesidad de financiación.

Este movimiento iniciará una serie de tomas de posición de especuladores y arbitrajistas en los diversos mercados, que pueden amplificar o disminuir el movimiento inicial, pero que, en todo caso, permiten que a medio plazo los tipos de cada mercado presente y/o futuro se mantengan alineados.

Por otra parte, los objetivos monetarios del Banco de Inglaterra, debido al incremento de pasivo de las instituciones bancarias, o de la apelación de las casas de descuento al propio Banco, pueden sobrepasarse, con lo cual será necesario que éste inicie una serie de actua-

ciones en el mercado de descuento o en el mercado de valores, a través del *broker* del gobierno, colocando más deuda pública de la que necesita para su financiación, de modo que se modere el crecimiento de los agregados monetarios.

En el caso de que sea el gobierno el que necesite financiarse, acudirá o bien al mercado de valores, emitiendo deuda pública a través del Banco y del *broker* del gobierno, o bien aumentará los tipos de la deuda no negociable o de los depósitos del banco estatal (19) para conseguir el incremento necesario de fondos. Sólo por motivos coyunturales emitirá letras del Tesoro (20), que serán colocadas por el Banco en el mercado de descuento (21) y negociadas por éste. La mayor parte de la financiación del gobierno se efectúa a través de emisiones de deuda pública en el mercado de valores.

2. EL FUTURO

a) El origen de los cambios

La causa próxima del cambio estructural que se avecina en el sistema financiero inglés es el acuerdo entre la Comisión de Defensa de la Competencia y el Consejo Directivo del mercado de valores, según el cual las comisiones mínimas de los *brokers* del mercado de valores desaparecerán antes de 1986 y se suavizarán las condiciones de entrada en el *Stock Exchange*. Este acuerdo fue la condición negociada por el gobierno para evitar que el mercado de valores, como institución, tuviese

que acudir a los tribunales a defender su caso, acusado de prácticas monopolísticas.

La desaparición de las comisiones mínimas significa una guerra de precios que puede acabar con el sistema de capacidad simple, al existir el incentivo de mantenerse en la industria del *brokerage* a base de evitar la comisión del *jobber*, rompiendo las reglas del mercado. Antes de que esta situación se produzca, y dada la competencia que implicará la guerra de comisiones, es lógico pensar que el Banco de Inglaterra y el Consejo del *Stock Exchange* hagan desaparecer el sistema de capacidad simple, con lo que cambiará la característica del mercado de valores inglés.

La flexibilización de las condiciones de entrada en el mercado y el permiso que tienen los *brokers* desde abril de 1984 de hacer el mercado, tomando posiciones en activos internacionales, harán que resulten más interesantes las uniones entre intermediarios de éste y el otro lado del Atlántico. La entrada en Londres, con toda su fuerza, de los bancos y *dealers* americanos debe suponer una revolución que cambie la estructura tradicional del sistema financiero y que estimule a los intermediarios ingleses a incrementar su eficiencia para poder hacer frente al «desafío americano».

Lo que está sucediendo en definitiva, es que la pared que aísla a la Bolsa inglesa (recogida en el gráfico 1) va a desaparecer, y ello tendrá implicaciones para el resto del sistema, tanto porque desaparecerán nuevas barreras entre las diversas instituciones como porque se tendrán que levantar otras den-

tro de los propios intermediarios financieros.

Las preguntas que parece lógico hacerse ante esta situación las podríamos resumir en dos.

- ¿Existen precedentes de la situación británica en otros países?

- ¿Cuáles van a ser los agentes directa o indirectamente afectados por este cambio y cómo les va a afectar, a la vista de los precedentes?

b) Precedentes de la situación inglesa

En Estados Unidos, y desde hace cincuenta años, la Ley Glass-Steagall ha intentado, y conseguido hasta hace muy poco, diferenciar la actividad bancaria de la que se dedicaba a manejar activos financieros negociables, o, en términos anglosajones, *securities* (22). Hace algunos años esa barrera, que se consideraba infranqueable, empezó a agrietarse.

Compañías que negocian en *securities*, compañías de seguros, bancos y compañías comerciales, como Sears Roebuck, han comenzado a realizar una serie de actividades que, si bien no están aceptadas por la Ley Glass-Steagall, tampoco están rechazadas específicamente.

Los bancos, por ejemplo, han entrado en el negocio de la compraventa de acciones por cuenta de clientes, para tratar de dar una respuesta a la competencia que les hacían compañías de *securities* que estaban ofreciendo a sus clientes, más o menos indirectamente, la posibilidad de librar cheques contra sus tenencias de todos los tipos de activos que se agrupan bajo la

denominación de *securities*. En particular, los bancos han iniciado la venta de *securities* al por menor, en una escala solo comparable a la de Merrill Lynch. Otros han seguido la táctica de ofrecer la intermediación mediante una cadena de conexiones con otros *brokers*. Las compañías de seguros han iniciado una expansión hacia tipos de actividad en los que puedan aprovechar sus redes de distribución. Lo mismo ha sucedido con las compañías comerciales.

Aunque todas estas actividades están en entredicho, debido a la demanda que hay presentada ante el Tribunal Supremo contra algunas de ellas, por contravenir la Ley mencionada, y porque la Reserva Federal parece un poco dubitativa acerca de la velocidad con la que se están desarrollando los acontecimientos, parece claro que la barrera de separación de los intermediarios bancarios con el otro sector clave del sistema financiero —las *securities*— y de éstas con las compañías de seguros, es un obstáculo que se desmorona rápidamente, debido a las necesidades de desarrollo del sistema financiero, que son a su vez, al menos en parte, una respuesta a la compleja demanda del inversor americano, que necesita con creciente urgencia el supermercado financiero, al igual que hace algunas décadas necesitó el supermercado de productos de consumo.

La razón que subyace en todo ello es simple: si son necesarios intermediarios financieros que vendan todos los productos de ese tipo, tan válido es el intento de una compañía de seguros, como el de un banco con muchos agentes u oficinas, etc. La experiencia se necesita para to-

mar posiciones, pero, para intermediar, lo que parece ser el requisito clave es una buena red comercial.

El ejemplo americano no refleja la situación inglesa, pero sí muestra la línea que tienen que seguir los cambios del sistema inglés, si éste no quiere colocarse, en el futuro, en una situación de desventaja, al menos por lo que respecta a la actividad financiera al por menor.

c) Los agentes afectados y sus reacciones iniciales

La reciente experiencia americana marca una línea a seguir en la intermediación financiera al por menor. Estados Unidos tiene, por otra parte, un sistema diferente del inglés en lo que respecta a la intermediación financiera al por mayor. Los diversos agentes financieros ingleses tienen que moverse dentro de esas coordenadas y especializarse o generalizarse al ritmo óptimo, teniendo como restricción la evolución del cambio en la regulación financiera de su país y la competencia exterior.

Dentro de Inglaterra hay tres tipos de agentes financieros que deben replantear su posición ante la situación creada en el mercado de valores. En primer lugar, tenemos los agentes integradores del *Stock Exchange*, los *jobbers* y los *brokers* de la Bolsa. El cambio nace en ellos mismos y cada uno debe estar decidiendo ya si unirse con otro *jobber* o *broker* respectivamente o asociarse con otro tipo de instituciones o vender su nombre y su puesto en la Bolsa y salir del mercado. Sólo dos *jobbers* tienen capital para tratar

de mantenerse con independencia en el futuro mercado de valores, y uno de ellos ya ha empezado a asociarse con un *broker* para tomar posiciones en títulos internacionales. La guerra de comisiones que se declarará entre los *brokers* hace difícil pensar que vayan a poder sobrevivir como intermediarios si tienen que competir con empresas que intermedien y tomen posiciones simultáneamente.

El segundo tipo de intermediarios son aquellos que tienen que decidir si deben empezar a negociar *securities* —algunos ya lo hacen con letras (casas de descuento)— y, si es así, deben definir qué tipo de actividad van a empezar a desarrollar. Dentro de este grupo, hay que mencionar tres casos en lo que respecta a la actividad al por menor, y dos en lo que respecta a la actividad al por mayor y al por menor conjuntamente.

Las casas de descuento son el agente obvio para fijar las condiciones del mercado de *securities*. Cuentan con la experiencia de tomar posiciones en títulos a corto plazo (letras, certificados de depósito, etc.) y parece lógico que puedan igualmente hacerlo con deuda pública o acciones. Sin embargo, sólo dos casas tienen el capital mínimo y, lo que es más importante, el personal directivo idóneo, para iniciar esta actividad en solitario. Casi todas las demás casas de descuento son pequeñas y/o llevan una vida menos activa, si bien han iniciado una serie de tanteos de fusión con otras instituciones, lo que ha dado lugar, hasta el momento, a que el mayor *broker* de los mercados monetarios adquiera la tercera de las casas de descuento por orden de importancia.

Los *brokers* son otros agentes que deben replantear su posición. Aunque es poco probable que los *brokers* de los mercados monetarios comiencen a tomar posiciones, los conglomerados financieros al por mayor, en la línea USA, tienen cada vez más ventajas. En ese sentido, es lógico que un *broker* compre una casa de descuento, para empezar a enlazar distintas actividades: la intermediación por cuenta ajena y propia en *securities* y la actuación en los mercados monetarios.

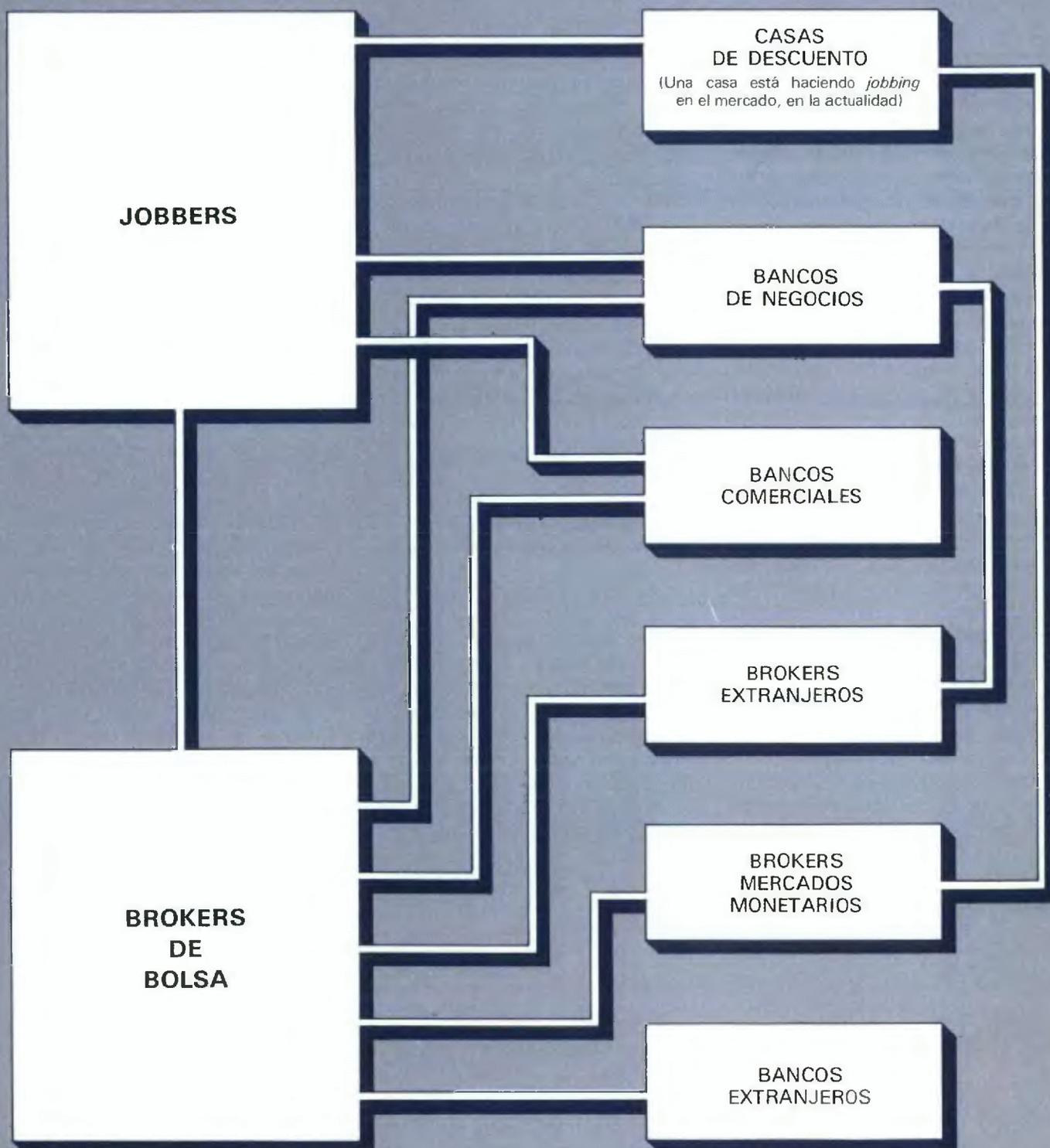
Los agentes con una reacción más uniforme hasta el momento han sido los bancos comerciales. Tres de los cuatro grandes han iniciado movimientos para comprar *jobbers* y/o *brokers* del mercado de valores, y el cuarto les seguirá pronto. La idea es comenzar a tomar posiciones en *securities*, creando, si es necesario, compañías independientes, y asociar estas tomas de posiciones con el servicio al cliente en el contexto de los supermercados financieros. Se pretende que un cliente entre en una sucursal bancaria, donde se coticen continuamente títulos en pantallas de ordenador, y pueda comprar y/o vender a esos precios con la misma facilidad con que en la actualidad se cobra un cheque. Los bancos comerciales tienen el capital y la red de distribución para llevar a cabo esta operación. Surgen, sin embargo, dos problemas. El primero se refiere a la posibilidad de que los bancos acaben siendo propietarios de una buena parte del sector industrial, al estilo alemán o español. Su respuesta consiste en afirmar que es muy distinto fijar las condiciones del mercado de obligaciones que tomar paquetes de acciones con inten-

ción de dominar una determinada compañía. El otro problema viene dado por la necesidad de contar con experiencia en la toma de posiciones. Esa experiencia es necesaria, porque se trata de un negocio extremadamente arriesgado. Los bancos sostienen que pueden enfrentarse a esa actividad con confianza.

Existen rumores de que ciertas compañías o *brokers* de seguros podrían iniciar la idea del supermercado financiero desde su área de actividad. Aunque la situación, en lo que respecta a compañías de seguros, es todavía incierta, no parece haber razones claras por las que no vaya a cundir el ejemplo americano y se inicie una competencia entre bancos, con negocio bancario y negocio en *securities*, y compañías de seguros, con negocio en el seguro y también en *securities*.

El grupo con más problemas de definición es el de los bancos de negocios. Hasta el momento, tres de ellos han adquirido capital social de *jobbers* y uno de ellos de un *broker*. Cada banco de negocios está especializado en ciertos tipos de actividad y, por tanto, éste será el grupo que tomará medidas más heterogéneas ante la situación. En todo caso, y dado que son los aseguradores de emisiones, si empiezan a tomar posiciones en el mercado deberán levantarse nuevas «murallas chinas» entre diversos departamentos para separar su actividad como directores de emisiones de Bolsa, de compra de *securities* y de gestión de cartera por cuenta de clientes. Aquí es donde precisamente se levantarán nuevas barreras internas que vengán a sustituir a las barreras

GRAFICO 2
COMPRAS Y FUSIONES DE INTERMEDIARIOS
EN EL SISTEMA FINANCIERO INGLES



exteriores que desaparezcan con los cambios estructurales.

El tercer agente afectado, y uno de los principales responsables del éxito o fracaso del cambio estructural, es el Banco de Inglaterra. El Banco se enfrenta a dos tipos de problemas. En primer lugar, debe fijar el ritmo del cambio y dar una posibilidad de éxito a los agentes ingleses, sin comprometer la competitividad futura del sistema, ante la avalancha americana. El nuevo gobernador ya ha anunciado que el sistema de capacidad simple deberá desaparecer y que se deberá liberalizar la entrada en la Bolsa, aunque las reglas concretas que se impongan sean, en opinión del Banco, responsabilidad de la City. Por otra parte, también se sabe que, a su juicio, los agentes financieros ingleses deben reestructurar su forma de actuación y llegar a ser lo suficientemente eficientes y competitivos como para que la City no se convierta en una sucursal de Wall Street. El gobernador ha prometido cierta protección durante el proceso de ajuste (será preciso contar con sucursales con capital propio para actuar en el mercado de Londres), pero ha confirmado la total apertura al exterior en un plazo relativamente breve de tiempo. Dada la experiencia del Banco, y aunque no se hayan concretado fechas ni medidas, es de esperar que el ritmo de las reformas sea rápido. De hecho, y antes de que hayan empezado a ser efectivos los cambios (en el momento de escribir este artículo), ya se han producido los tipos de fusiones que se observan en el gráfico 2.

El Banco, por otra parte, puede reconsiderar su forma de in-

tervención monetaria, al extenderse al mercado de valores la actividad de las casas de descuento. No es probable que el Banco cambie la comodidad de la intervención a través del mercado de descuento por el interbancario. Lo que puede suceder es que se produzca algún cambio en los instrumentos financieros (letras) que se utilizan en la intervención actual, en el momento en que las casas de descuento hagan el mercado en deuda pública con madurez superior a un año. El sistema se acercaría así al sistema de intervención americano. Por otra parte, el Banco deberá replantearse su sistema de intervención en el mercado de valores, pues su agente, que es el *broker* del gobierno, tiene una parte comercial que participará del cambio como todos los demás *brokers* bursátiles.

3. CONCLUSIONES

Las características fundamentales del sistema financiero inglés se pueden resumir en tres. En primer lugar, es destacable su grado de apertura, lo cual ha exigido que los agentes financieros se especialicen y sean extremadamente competitivos. En segundo lugar, hay que citar la separación tradicional entre el negocio bancario y el negocio bursátil; esta separación ha dado lugar a que la banca comercial sea un intermediario financiero bancario en sentido estricto y que, por tanto, no domine la Bolsa ni sea el propietario de un porcentaje elevado del sector industrial, características ambas muy deseables si se desea contar con un sistema financiero eficiente, como lo prueba la comparación de países como In-

glaterra o Estados Unidos con Alemania o España. En tercer lugar, la autoridad financiera inglesa, el Banco de Inglaterra, ha conseguido, por medio de una gran flexibilidad regulatoria, y sin apoyarse hasta recientemente (Ley Bancaria, 1979) en normas escritas, regular un sistema complejo, dejando en muchos casos que sean los propios agentes quienes impongan sus propias reglas, y consiguiendo que la City haya seguido siendo el centro del sistema financiero internacional. La superioridad con respecto al sistema americano se ha basado siempre en ser más flexible y más liberal en sus normas, para compensar la ventaja que le da a Estados Unidos el tamaño de su sector real.

Los cambios que se están produciendo se inician en la desaparición del aislamiento de la Bolsa. La decisión sobre la entrada en el mercado de *securities* va a afectar a todos los agentes. Algunos, como los bancos comerciales, irán hacia los supermercados financieros, otros se fusionarán para entrar en el negocio al por mayor, y el comportamiento del sector del seguro es todavía incierto. Sin embargo, la competitividad y la apertura del sistema no se pone en cuestión; el desarrollo de los intermediarios financieros no bancarios es suficiente como para que el sistema no pase a estar dominado por la Banca, y la regulación del Banco de Inglaterra seguirá siendo extremadamente flexible, como lo prueban las recientes palabras del gobernador anunciando que, en opinión de la autoridad financiera, el diseño final de la estructura del futuro sistema financiero inglés debe quedar en manos de la City.

La competencia americana será grande, pero la City tiene una ventaja con respecto al sistema americano: una tradición de acción conjunta con el gobierno que debe asegurar un proceso de cambio ordenado y sin más incertidumbres de las imprescindibles.

NOTAS

(*) Agradezco a Santiago Eguidazu sus comentarios a una versión preliminar de este artículo. Los errores son míos.

Este artículo es el resumen de un trabajo mucho más amplio que, financiado por la Fundación FIES, está realizando su autor.

(1) Los dos libros clásicos para conocer el sistema financiero inglés son: *The British financial system*, J. Rwell, McMillan, 1973; *British Financial Institutions*, K. W. Wilson-Pitman, 1983. El *Boletín* trimestral del Banco de Inglaterra es una referencia para seguir la evolución de este sistema financiero.

(2) La deuda inferior a un año (letras del Tesoro) se negocia en el mercado monetario.

(3) Una descripción del mercado de deuda pública inglesa se puede encontrar en *La deuda pública en Inglaterra y en España*, Salvador García Atance, Colección Minor, número 4, Instituto de Estudios Fiscales, 1984.

(4) El interés de la Banca es que toda la financiación de la economía se efectúe por los canales bancarios, y una forma de conseguirlo es controlando el mercado de valores y/o no permitiendo que se desarrolle.

(5) Aunque el *jobber* sólo tome un porcentaje pequeño o nulo de la operación, el *parquet* siempre lo tiene que conocer y tiene que pasar por él, por ser ésta la base del sistema de capacidad simple.

(6) También letras de las autoridades locales (Ayuntamientos, etc.) que son emitidas por motivos de ajuste de tesorería.

(7) En otros mercados (USA) esta objetividad se mantiene a pesar de que el *broker* tome posiciones. Se supone que se levantan las llamadas «murallas chinas» entre los departamentos negociadores de la cartera y los de *broker* en una misma em-

presa. Los *brokers* ingleses de mercados monetarios prefieren, en general, la regulación que no les permite tomar posiciones, porque hace más nítida la competencia en el mercado. Se argumenta en ocasiones que la regulación no es necesaria porque, o bien los *brokers* son objetivos, aunque puedan tomar posiciones para su propia cartera, o bien los clientes demandarán *brokers* que tomen posiciones. Aunque este argumento es cierto en el caso de los grandes intermediarios, muchos *brokers* ingleses piensan que, en último extremo, la autorregulación puede dar lugar a acciones esporádicas de carácter dudoso que dañen el mercado.

(8) Hay que recordar que, si bien hoy este aspecto no plantea problemas, por no haber control de cambios, durante veinte años la City ha sido el centro del sistema financiero internacional, en un país en el que estaban restringidas las transacciones financieras con el exterior.

(9) Es claro que, para que esas comisiones funcionen, el sistema ha de ser extremadamente abierto y competitivo.

(10) Siempre con el visto bueno del Tesoro. De hecho, el Banco tiene la independencia que le da su especialización, que en estos temas es muy superior a la del Tesoro. El Banco interviene en el mercado de valores a través del *broker* del gobierno, que es un *broker* con una parte comercial similar a la de cualquier otro y con una parte «atípica» que obtiene información de la parte comercial, lo que le ayuda a conocer el pulso del mercado, pero al que no transmite información sobre las intenciones del Banco. La parte comercial es uno de los tres mayores *brokers* en deuda pública; la parte atípica es el agente del Banco que opera en Bolsa, y del cual se asesora éste para emitir e intervenir en el mercado.

(11) La traducción de banco de negocios por *merchant bank* no es idónea, pero no he encontrado otra mejor.

(12) Cuando hablamos de los tipos en este caso, se entiende las curvas de tipos a corto plazo, desde un día a uno o tres meses, pues, dada la corta madurez media de su activo, la curva a más largo plazo no tiene para ellos tanta importancia.

(13) Una descripción más detallada de la intervención se puede encontrar en *La política monetaria inglesa*, Salvador García-Atance, Documentos de trabajo del Banco de España, mayo 1984.

(14) A excepción de los fondos que tienen que depositar en las casas de descuento, que se remuneran a tipos cercanos a los de mercado, y que es probable que desaparezcan en el futuro próximo. Son, en todo caso, una proporción muy pequeña de su activo.

(15) A excepción del «privilegio» (poco deseado) de ser un banco comercial.

(16) El *bulldog* es el mercado de bonos interno en Inglaterra. Es el mismo concepto que el *samurai* japonés o el *yankee* americano. Las emisiones aseguradas por un conjunto de bancos son colocadas en el mercado interno inglés (*bulldog*), japonés (*samurai*) o americano (*yankee*).

(17) *Inland Revenue*.

(18) La retención tiene una escala complicada, y se denomina *composite rate tax*.

(19) *National Giro Bank*.

(20) Similares a nuestros pagarés del Tesoro, pero con un plazo de hasta 90 días.

(21) El Banco emite semanalmente, mediante subasta (los viernes), un volumen de letras que en la actualidad sólo tienen interés para la regulación monetaria. Puede además emitir letras a muy corto plazo (un día-una semana) para equilibrar desajustes diarios del mercado monetario.

(22) Se conoce por *securities* todos los activos financieros que toman forma escrita, como, por ejemplo, acciones, obligaciones, bonos, títulos de deuda pública a corto y largo plazo, etc.