

EL CAMBIO ESTRUCTURAL DEL MERCADO DE DEUDA DEL ESTADO

En el presente artículo, **Ignacio Ezquiaga Domínguez** presenta un análisis del fuerte crecimiento cuantitativo experimentado, a lo largo de los últimos años, por el mercado de deuda del Estado. Para ello, estudia la estructura actual del mercado y los cambios recientes que en ella se han producido. En la primera parte de su exposición, describe la estructura del mercado de deuda pública anotada, el crecimiento del mercado entre titulares de cuenta y el cambio fiscal registrado en el tratamiento de las rentas de los no residentes. En la segunda parte, analiza tanto los cambios que se han dado en la política de deuda pública como el cambio estructural en el mercado secundario, con una atención especial a la internacionalización del mercado y al cambio de estrategia de las entidades de crédito hacia la comercialización de fondos de inversión. Concluye el autor recapitulando brevemente las consecuencias de estas transformaciones (*).

I. DESARROLLO ACTUAL DEL MERCADO DE DEUDA DEL ESTADO

DESPUES de varios años de fuerte desarrollo cuantitativo, el mercado español de deuda del Estado se configura ya como una estructura cohesionada y consolidada en la que el soporte de la Central de Anotaciones en Cuenta ha jugado un papel fundamental. Este desarrollo, además de servir para dotar al Tesoro público de unas instituciones que permiten hoy una gestión ordenada de su endeudamiento, ha sido un incentivo para la reproducción de esquemas similares en los mercados de renta fija privada y pagarés de empresa, e incluso una inspiración para otros mercados, como el de títulos hipotecarios.

En nuestra opinión, independientemente de que el desarrollo

cuantitativo del mercado continúe en el futuro —y existen elementos para pensar que sea así— interesa además preguntarse por su desarrollo *cuantitativo*; es decir, cuestionarse sobre la estructura de este crecimiento y sobre su soporte institucional.

1. Estructura del mercado secundario de deuda pública anotada

El mercado secundario de deuda pública se estructura básicamente en dos grandes niveles. El primero es el de las operaciones entre *titulares* de anotación en cuenta; es decir, entre las instituciones financieras especializadas en la operatoria sobre deuda pública. El segundo nivel incluye las operaciones entre aquellas empresas o familias que no son titulares de cuenta —que llamamos *terceros*— y las entidades

titulares de cuenta que pueden mantener y gestionar saldos por cuenta de terceros adicionales a los que mantienen por cuenta propia, entidades que se denominan, en la jerga de la regulación, *gestoras por cuenta de terceros*. Nosotros nos referiremos aquí siempre al primer nivel, al mercado entre titulares de cuenta, ya que por sus características es el nivel *en el que se forman los precios y tipos de interés de referencia* para el segundo nivel. En realidad, el segundo nivel sólo forma los diferenciales que las condiciones del mercado en cada momento permiten a las entidades gestoras obtener en su favor al *comercializar* la deuda pública. Tales diferenciales dependen, básicamente, de la competencia entre gestoras, y no tanto del nivel general de los tipos de interés.

Antes de entrar de lleno en el análisis del mercado entre titulares de cuenta, conviene señalar, no obstante, algunas cuestiones sobre el mercado entre *gestoras* y *terceros*. Se trata, en primer lugar, de un mercado centrado básicamente en las operaciones de cesión temporal, en los *repos*, como corresponde a los procesos de comercialización que históricamente ha tenido la deuda en nuestro país, procesos basados en la transformación bancaria. En 1990, la Central de Anotaciones registró 975,5 miles de millones de pesetas, en media diaria, en cesiones temporales en este nivel del mercado, frente a sólo 45,6 miles de millones en compraventas a vencimiento (cuadro número 1). No obstante, en 1991, la masiva incorporación de no residentes al mercado —como *terceros*— ha permitido un fuerte impulso de las operaciones a vencimiento en este nivel (hasta diciembre de 1991 no ha sido permitida la operatoria «a plazo» con

CUADRO N.º 1

**TAMAÑO DEL MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA ANOTADA EN 1989 Y 1990
(LETRAS, PAGARES, BONOS Y OBLIGACIONES)**

	1989			1990		
	(1) Contado	(2) A plazo	(3) Repo	(1) Contado	(2) A plazo	(3) Repo
1.º Nivel. Mercado entre titulares (m.m.)	20,2	13,7	234,7	18,6	21,3	266,9
— Núcleo. 1.º escalón (estructura en %)	(16,1)	(43,9)	(0,0)	(19,4)	(33,3)	(0,0)
— Resto. 2.º escalón (estructura en %)	(83,9)	(56,2)	(100,0)	(80,6)	(66,7)	(100,0)
	(100,0)	(100,0)	(100,0)	(100,0)	(100,0)	(100,0)
2. Nivel. Mercado entre gestoras y terceros (m.m.).	35,4	—	836,1	45,6	—	975,5
TOTAL	55,5	13,7	1.070,8	64,2	21,3	1.242,4

Nota: Saldo negociado medio diario, en miles de millones nominales para (1) y (2) y efectivos para (3).

Fuente: Elaboración propia sobre datos de la Oficina de Operaciones del Banco de España.

CUADRO N.º 2

**ESTRUCTURA DE LA OPERATORIA GESTORA-TERCEROS, SEGUN TRAMOS, EN 1989
(Porcentajes)**

	Más de 100 millones	Entre 10 y 100 millones	Menos de 10 millones	Total
A vencimiento (m.m.)				
Bonos y obligaciones	94,1	5,1	0,8	100,0
Letras del Tesoro	83,3	9,2	7,5	100,0
Pagarés del Tesoro	29,5	35,0	35,5	100,0
Repo o cesión temporal (m.m.)				
Bonos y obligaciones	75,7	14,9	9,4	100,0
Letras del Tesoro	87,5	8,6	3,9	100,0
Pagarés del Tesoro	74,5	16,7	8,8	100,0

Fuente: Elaboración propia sobre datos de la Oficina de Operaciones del Banco de España.

terceros). En segundo lugar, estamos ante un mercado que no es, ni mucho menos, minorista, contrariamente a lo que podría pensarse inicialmente (el papel de las tesorerías de empresas no financieras parece, pues, relevante). En el cuadro n.º 2, puede apreciarse el grado de concentración de la operatoria de las entidades gestoras según importes por operación. El 75,7 por 100 de las operaciones *repo* sobre bonos y

obligaciones, y el 87,5 por 100 de aquéllas sobre letras, corresponden a importes superiores a los 100 millones de pesetas, según datos de la Central de Anotaciones para el año 1989. En las operaciones a vencimiento, la concentración en volúmenes elevados es aún mayor, salvo en el caso de los pagarés del Tesoro. Finalmente, debe señalarse que los diferenciales entre los tipos de interés de los *repos* nego-

ciados entre gestoras y terceros (sin considerar tipos de compra de gestoras a titulares) se sitúan, según los instrumentos, entre 0,5 y un punto porcentual. En las operaciones a vencimiento, estos diferenciales son aún inferiores. El cuadro n.º 3 muestra estos diferenciales. Convendrá recordar estos elementos cuando, en la parte III de este trabajo, discutamos algunas de sus consecuencias.

CUADRO N.º 3

DIFERENCIALES MEDIOS ENTRE LOS TIPOS MEDIOS NEGOCIADOS EN EL MERCADO ENTRE TITULARES Y LOS NEGOCIADOS EN LAS VENTAS DE LAS GESTORAS A SUS CLIENTES EN 1989 Y 1991
(Puntos porcentuales)

	1989			ENERO-ABRIL 1991		
	Bonos y obligaciones	Letras del Tesoro	Pagarés del Tesoro	Bonos y obligaciones	Letras del Tesoro	Pagarés del Tesoro
Ventas a vencimiento						
Hasta 12 meses	0,93	0,81	0,52	—	0,10	—
18 meses	0,51	—	0,44	—	—	0,52
2-3 años	0,48	—	—	-0,19	—	—
4-6 años	0,52	—	—	—	—	—
Ventas temporales (repo)						
1 día	1,00	0,51	1,27	—	0,18	1,26
1 mes	0,64	0,59	0,39	—	0,70	1,63
3-6 meses	1,63	0,97	0,54	—	0,94	0,08

Fuente: Banco de España.

El mercado entre titulares de cuenta engloba toda la operatoria al *contado*, a *plazo* y *repo* que puede realizarse en cada uno de los dos escalones en que se estructura. El primer escalón constituye lo que denominamos el *núcleo* del mercado, el segmento de negociación *ciega* —por ser anónimas las partes contratantes—, que se caracteriza por operar dentro de la red de negociación de los *medas* (mediadores de deuda). Esta negociación implica una serie de condiciones que hacen que, al menos teóricamente, la operatoria pueda llegar a ser muy intensa. El núcleo del mercado pretende garantizar la liquidez del conjunto del mercado de deuda, al comprometerse sus participantes, los *creadores de mercado* y *aspirantes a creadores de mercado* (unas 30 instituciones), a cotizar a la compra y a la venta sistemáticamente a través de una red informática que ofrecen los cuatro *brokers* especializados —los *medas*— autorizados por el Banco de España. Este *núcleo* sólo puede ope-

rar a vencimiento, al contado y a plazo, con todas sus variantes sintéticas.

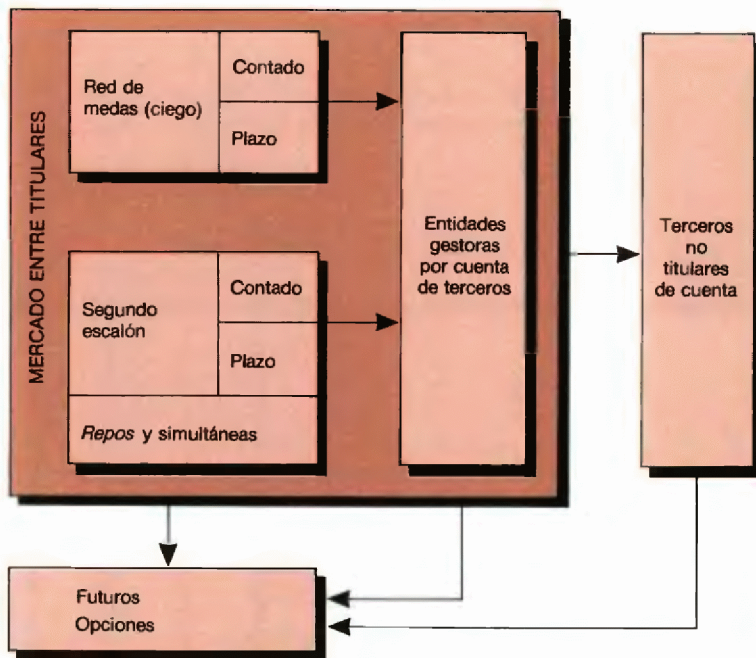
El segundo escalón conforma el resto del mercado entre titulares. Incluye tanto la operatoria a vencimiento —al *contado* y a *plazo*— como la operatoria *repo* y de *simultáneas*. Su soporte es exclusivamente el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (STMD), gestionado por el Banco de España, a diferencia del primer escalón, que, dentro del STMD, se basa en una red especial de negociación automática mediante ordenador. Si en el primer escalón las operaciones son anónimas, en el segundo las contrapartidas son conocidas tanto por las partes como por el mediador, y ello implica procedimientos de negociación diferentes.

La operatoria del segundo escalón es, en sus aspectos formales, similar a la del mercado interbancario, sustentado también por el STMD. Las operaciones pueden ser realizadas por vía de un mediador o *broker*, o directa-

mente. Si es un mediador quien «casa» la operación, éste informa a las partes de la contrapartida, y éstas comunican, a su vez, al STMD los términos de la operación para su posterior compensación y liquidación. Más de un 80 por 100 de las operaciones de este escalón son mediadas por los *brokers*, que precisan una «clave» del STMD para operar.

La negociación del primer escalón implica que *todas* las operaciones son mediadas por los *brokers* autorizados. Estos difunden entre los creadores de mercado y aspirantes, mediante pantallas que instalan en las sedes de cada cliente, de forma continua y automática, la información sobre los mejores precios —los más altos de venta y los menores de compra— que aparecen en las pantallas, según los instrumentos, junto a los volúmenes ofrecidos o demandados. El procedimiento informático selecciona siempre los mejores precios de entre todos los ofertados o demandados por los participantes

**ESQUEMA 1
ESTRUCTURA DEL MERCADO SECUNDARIO
DE DEUDA PUBLICA**



en la red. Los negociantes de deuda pueden realizar sus operaciones a los precios que aparecen en las pantallas, bien tecleando directamente una *orden de compra o de venta*, bien poniéndose en contacto con el mediador. Las operaciones cerradas son comunicadas por el mediador a las partes y al STMD, y por las partes al STMD, de forma que éste las conoce por triple vía, para su posterior liquidación y compensación. Si en marzo de 1988, cuando comenzó la negociación del primer escalón, los *brokers* autorizados eran cinco, hoy son sólo cuatro, aunque la operatoria se concentra en sólo tres de estos cuatro.

Paralelamente a estos niveles y escalones (véase esquema 1) se configuran otros dos merca-

dos organizados que, por su naturaleza, están ligados al mercado de deuda anotada. Se trata del mercado de *futuros* y del de *opciones*, ambos sobre bonos nacionales convertibles en anotaciones en cuenta sobre deuda pública. No son mercados sólo entre titulares, ya que los particulares pueden acceder a ellos *directamente* (en la negociación a plazo, los participantes precisan de una entidad gestora como contrapartida, aunque sean entidades titulares). En la práctica, sin embargo, el acceso de los particulares está mediatizado por las entidades gestoras, ya que son diferentes los grados de vinculación a estos mercados que pueden alcanzarse de una forma institucional. Así, el mercado de futuros admite dos tipos de miembros de su mercado: los liquida-

dores y los no liquidadores. Mientras los primeros además de negociar pueden liquidar posiciones, los segundos sólo pueden negociar en el mercado. Los miembros liquidadores, a su vez, pueden vincularse al mercado como:

- *Miembros liquidadores plenos*. Operan por cuenta propia, de sus clientes no miembros y de sus clientes miembros no liquidadores. Deben ser entidades *gestoras* en deuda del Estado anotada, accionistas del mercado de futuros y poseer unos recursos propios superiores a los 20 miles de millones.

- *Miembros liquidadores simples*. Operan por cuenta propia y de sus clientes no miembros. Han de constituir un depósito en garantía fijado por el mercado.

- *Miembros liquidadores propios*. Sólo operan por cuenta propia. Deben ser entidades titulares de cuenta en el mercado de deuda del Estado anotada, y en sus estatutos debe constar la facultad de constituirse como miembro liquidador. Deben aportar un depósito en garantía.

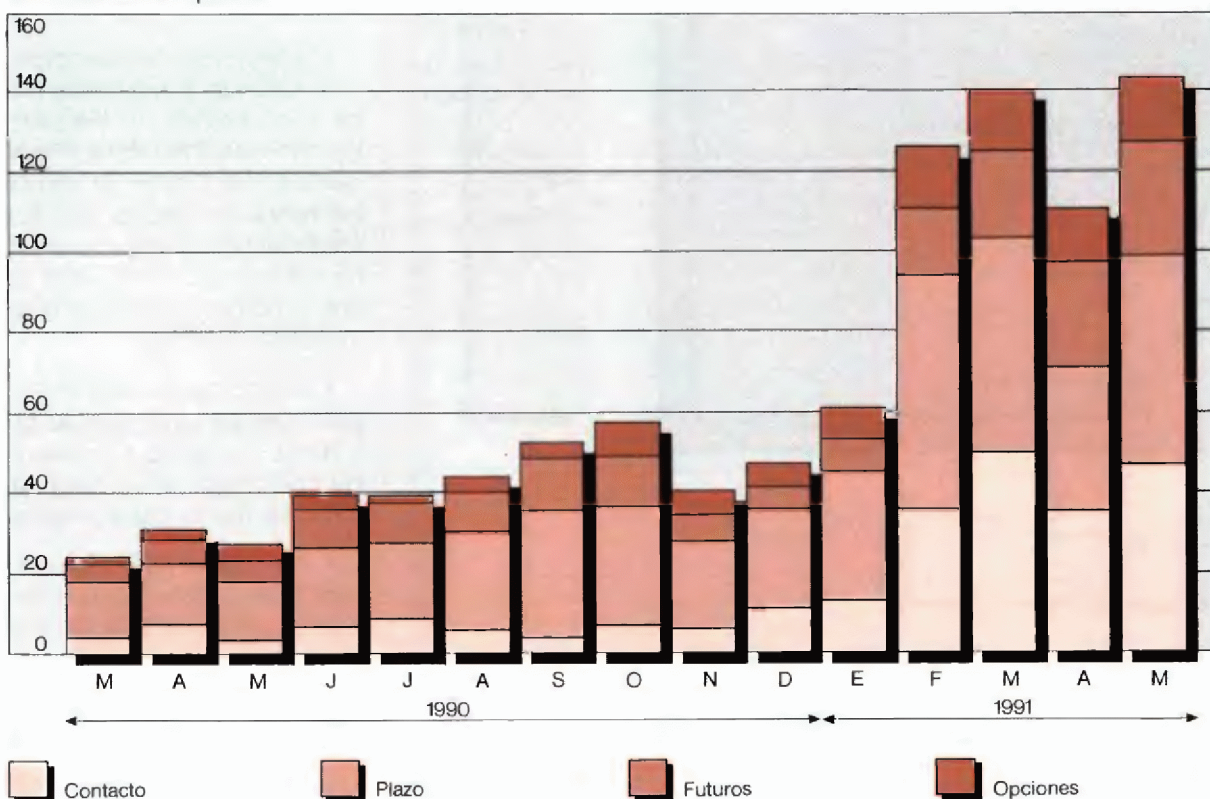
En definitiva, sólo pueden liquidar sus posiciones en el mercado las entidades titulares, pero las instituciones o particulares no titulares de cuenta pueden negociar a través de su red informática, aunque concertando la liquidación de sus posiciones con un miembro liquidador pleno.

2. Crecimiento del mercado entre titulares de cuenta

El año 1991 ha supuesto un cambio radical en el tamaño y en la estructura operativa del mercado de deuda del Estado. La incorporación de una espectacular demanda extranjera durante los

GRAFICO 1
VOLUMENES NEGOCIADOS EN LOS DISTINTOS MERCADOS
SOBRE DEUDA PUBLICA
(Media mensual de datos diarios)

Miles de millones de pesetas



meses de febrero a mayo, su consolidación y su participación activa han cambiado profundamente el mercado español de deuda. De hecho, podemos calificar este cambio como de *estructural*, pues ha alterado el mercado no sólo cuantitativamente, sino también cualitativamente.

El desarrollo cuantitativo del mercado experimentó un salto muy importante en 1991, de la mano, fundamentalmente, de la negociación al contado de bonos del Estado y de los instrumentos derivados. En el gráfico 1, puede contemplarse la evolución del vo-

lumen medio diario negociado en el mercado de deuda del Estado a medio y largo plazo (bonos y obligaciones), y en futuros y opciones sobre deuda. Si bien a lo largo de 1990 tuvo lugar una evolución creciente de los volúmenes negociados, merced al desarrollo del segmento a plazo del mercado —un mercado muy estandarizado y autorregulado que incluye en su modalidad «ciega» (en la red de *medas*) un servicio de liquidación diaria de las posiciones—, en 1991 la expansión del mercado ha estado muy ligada (indirectamente) a la incorporación de la demanda neta ex-

tranjera. La prohibición de operar a plazo que pesa sobre los terceros hasta diciembre de 1991, y sobre la que volveremos más adelante, favoreció que la presión compradora de los no residentes tuviera su contrapartida directamente en el mercado al contado a vencimiento entre titulares de cuenta e, indirectamente, en los mercados de derivados. De hecho, el mercado de *repos* sobre bonos y obligaciones se mantuvo relativamente estable en el entorno de su saldo vivo de unos 100 miles de millones de pesetas, si bien el de operaciones simultáneas se desarrolló fuertemente.

Así, entre enero y julio de 1991 se negoció una media mensual de 217,8 miles de millones de pesetas en el segmento «ciego» del mercado al contado, en contraste con los menos de 30 miles de millones medios de los años 1990 y 1989. En el segmento que se denomina el «segundo escalón» —el resto del mercado al contado—, el volumen medio mensual alcanzó los 444,2 miles de millones mensuales, en contraste con los 125 miles de millones medios de los dos años anteriores (cuadro n.º 4). El fuerte crecimiento experimentado por el mercado al contado a vencimiento de bonos y obligaciones ha sido, pues, capitalizado por todos sus segmentos. Ello resulta relevante, sobre todo, en el caso del mercado «ciego», cuyo estancamiento relativo en 1990 ha venido poniendo en cuestión incluso su papel en el seno del mercado de deuda anotada. El segmento «ciego» del mercado, que venía representando menos de la cuarta parte del segundo escalón en la negociación de los años 1989 y 1990, ha supuesto en 1991 la mitad del segundo escalón en la operatoria al contado —lo que implica un fuerte desarrollo—, pero ha per-

dido importancia en la operatoria a plazo, quizás en favor del mercado de futuros, y sin duda en favor del segundo escalón.

Téngase en cuenta que el sistema de liquidación diaria de las posiciones a plazo del mercado «ciego» hace a la operatoria «ciega» a plazo sustitutiva, en gran medida y para las entidades «creadoras de mercado», del mercado de futuros organizados y, por ello, vulnerable a su desarrollo. Al aumentar éste sus volúmenes de negociación, el segmento «ciego» a plazo se ha estancado. Este proceso, que se ha desarrollado a lo largo de 1991, no ha afectado, sin embargo, al segundo escalón, que no cuenta con un sistema de liquidación diaria, pero cuyo carácter básicamente interbancario relativiza el riesgo de contrapartida que sólo la cámara de compensación del mercado de futuros puede anular.

3. Cambio fiscal

La reforma del IRPF incluyó un importante cambio de la fiscalidad de las rentas de capital obtenidas en nuestro país por re-

sidentes de otros países de la CEE. Las líneas básicas de esta reforma fueron anticipadas, ante el retraso de la aprobación de la reforma del IRPF, por el Real Decreto-Ley 5/1990, de 20 de diciembre, de Medidas Fiscales Urgentes, y extendidas a las sociedades por la Ley de Presupuestos 1991. Esta reforma supone también un cambio radical para el tratamiento fiscal de la deuda pública —y de las rentas de capital, en general— en poder de residentes en otros estados pertenecientes a la CEE (excepto «paraísos fiscales»), y abre una «brecha fiscal» entre residentes y no residentes (cuadro n.º 5).

Con la reforma, los intereses e incrementos de patrimonio derivados de bienes muebles no se consideran obtenidos en España cuando corresponden a personas físicas o sociedades no sujetas por obligación personal de contribuir (la de los residentes), que tengan su residencia habitual en otros estados miembros de la Comunidad Económica Europea, y no operen a través de establecimiento permanente en España. Se trata de una *exención fiscal* que tiene una especial repercu-

CUADRO N.º 4

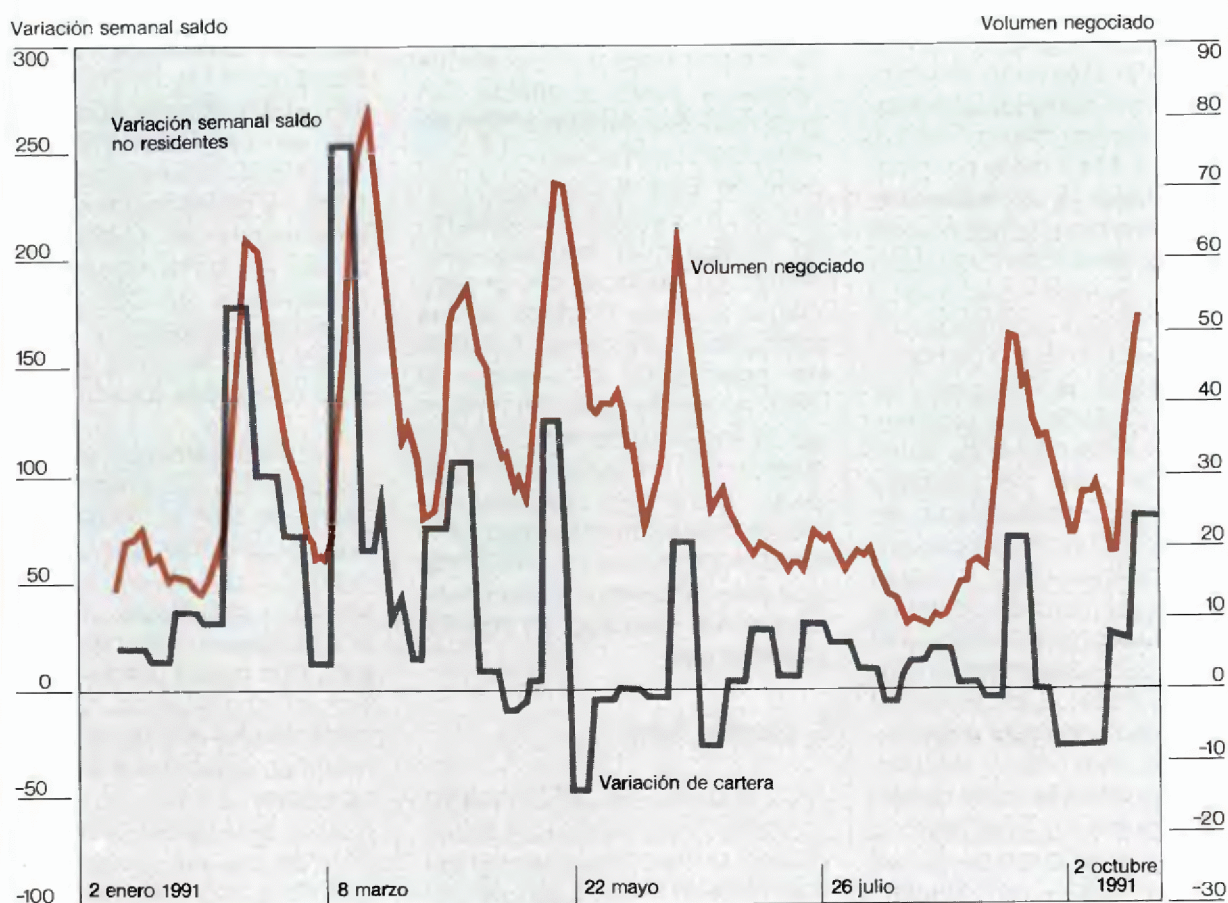
VOLUMENES MEDIOS MENSUALES NEGOCIADOS A VENCIMIENTO EN EL MERCADO ENTRE TITULARES DE DEUDA DEL ESTADO (En miles de millones)

	AL CONTADO			A PLAZO			
	Letras del Tesoro	Bonos y obligaciones del Estado		Bonos y obligaciones del Estado a plazo		Bono nacional (*)	
		«Ciego»	2.º Escalón	«Ciego»	2.º Escalón	Futuros	Opciones
1989	235,5	23,8	123,8	97,5	134,1	—	—
1990	193,9	30,6	127,0	147,9	302,5	138,4	70,8
Enero-julio 91	440,8	217,8	444,2	192,5	734,0	424,0	366,0

(*) Las cifras incluyen miembros y no miembros de los mercados, en contraste con las del mercado de anotaciones en cuenta, que corresponden sólo a titulares de cuenta.

Fuente: Elaboración propia sobre datos de *Boletín Estadístico* y de Gesmosa-Mad.

GRAFICO 2
NEGOCIACION AL CONTADO Y VARIACION DEL SALDO
DE DEUDA EN NO RESIDENTES



sión sobre los activos de riesgo más homogeneizable, como es el caso de la deuda del Estado, para la que la exención es universal (excepto paraísos fiscales). En este epígrafe, nos ocuparemos de las repercusiones de esta exención de tributación sobre el mercado de deuda pública anotada.

La exención fiscal contrasta vivamente con el sistema que hasta ahora gravaba las rentas obtenidas por los no residentes en deu-

da pública española. Se aplicaba, con carácter general, un tipo de gravamen del 25 por 100. En el caso de que el no residente tuviera establecimiento permanente en España, o en el de los incrementos patrimoniales, este tipo se elevaba al 35 por 100. No obstante, España tiene firmados con varios países *convenios de doble imposición* que limitan a un *tope máximo* la imposición sobre *intereses*, con tipos de gravamen muy inferiores, como el 10 por 100 con Alemania o el 12 por 100

con Italia o Reino Unido, y *no gravan en el país de la inversión los incrementos patrimoniales*.

Con la reforma del IRPF aprobada, las rentas de deuda pública obtenidas en España por no residentes no estarán sujetas a tributación en nuestro país, procedan de rendimientos explícitos o de incrementos patrimoniales. El mismo tratamiento fiscal de que gozaban sólo algunos instrumentos en pesetas: las cuentas en pesetas convertibles, los *reposo-*

CUADRO N.º 5

EL CAMBIO FISCAL DE LA INVERSIÓN NO RESIDENTE EN DEUDA PÚBLICA

Norma	BOE	Contenido
Real Decreto-Ley 5/1990, de 20 de diciembre, de Medidas Fiscales Urgentes (art. 2.º, 2 y 3).	21 de diciembre de 1990.	Exención para los intereses de la deuda pública obtenidos por personas físicas no residentes sin establecimiento permanente.
Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991 (art. 62.2 y 3).	28 de diciembre de 1990.	Exención para personas jurídicas o entidades no residentes.
Ley 18/1991, de 6 de junio, del IRPF (Disposición adicional 15.ª).	7 de junio de 1991.	Consideración del cupón corrido como rendimiento mobiliario en las transacciones entre residentes y no residentes realizadas dentro de los 30 días antes del pago del cupón. Excepción para creadores de mercado cuando actúan por cuenta propia.
Real Decreto 1.285/1991, de 2 de agosto, procedimiento de pago de intereses de deuda del Estado a los no residentes: devolución automática de la retención sobre el cupón.	9 de agosto de 1991.	Obligaciones de las entidades gestoras: presentación a la Central de Anotaciones, para cada cupón, de la <i>relación</i> de residentes poseedores de los títulos anotados y de una <i>declaración global</i> ; conservación de la documentación justificativa de los no residentes. Devolución automática (previa presentación de la <i>relación</i> de no residentes) de las retenciones a cuenta sobre los cupones.
Orden de 16 de septiembre de 1991. Entrada en vigor de la devolución automática.	21 de septiembre de 1991.	Plazos: para la <i>declaración</i> , día anterior al de cupón; para la <i>relación</i> , un mes desde el día del pago de cupón. Excepciones para la entrada en vigor (25 de septiembre de 1991).

bre bonos u obligaciones del Estado, en el caso de países sujetos a convenios de doble imposición, y las emisiones de títulos internacionales (los «matadores»).

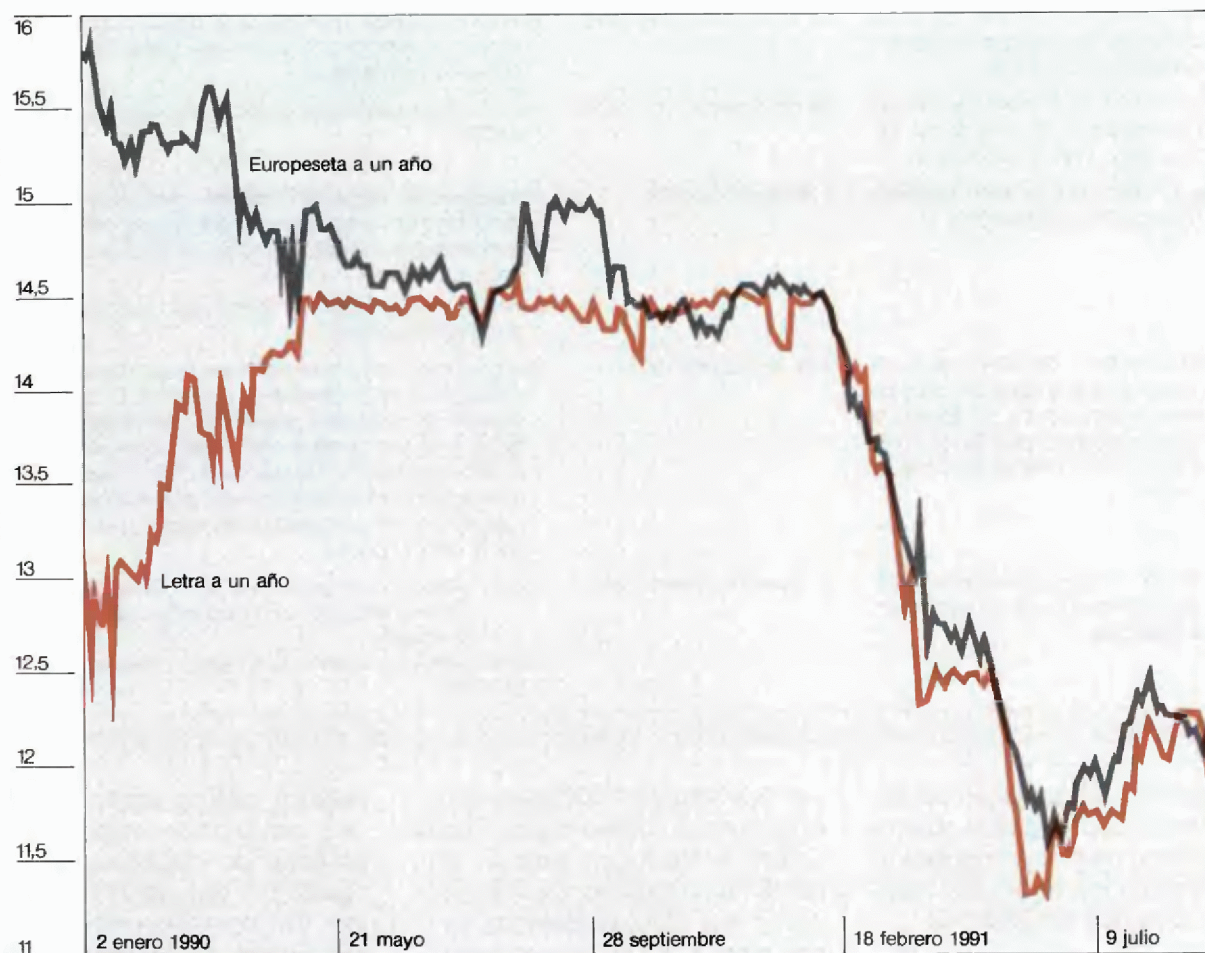
Sólo algunos países comunitarios mantienen un régimen fiscal con los terceros no residentes de este tipo. Francia, Alemania, Bélgica, Holanda, Dinamarca, Grecia y Luxemburgo aplican a los no residentes gravámenes nulos sobre las rentas de sus deudas domésticas. La sensibilidad que muestran los flujos de capital a los gravámenes internos es tan intensa —recuérdese el intento alemán de aplicar un *withholding tax* sobre sus bonos en abril de 1989 y su supresión en julio de ese año, ante las salidas de capitales que provocó— que los paí-

ses que todavía mantienen estos gravámenes, como Italia, Reino Unido y Portugal, aplican importantes excepciones que aminoran sus efectos. Estados Unidos, donde la inversión extranjera en bonos es tan crucial para la financiación de su amplio déficit corriente, mantiene también gravámenes nulos sobre los no residentes.

La apertura del mercado de deuda pública al exterior, sin las trabas fiscales que hasta ahora lo distorsionaban y dificultaban, ha de tener evidentes *efectos positivos sobre la racionalidad del endeudamiento público*. El acceso de los no residentes al mercado español de deuda pública, más allá de los efectos cambiarios iniciales —en un contexto de

balanza básica todavía positiva en nuestro país—, supondrá una garantía de estabilidad para la deuda; por una parte, porque estos inversores extranjeros mantienen una *vocación por el medio y largo plazo en sus carteras* que facilitará, sin duda, lo que debe ser un objetivo prioritario de nuestras autoridades financieras cara a la unión monetaria: el alargamiento del plazo de la deuda; y por otra, porque abrirá una vía de especulación y arbitraje *fuera del ámbito de los mercados a corto plazo*, propiciando una evolución más coherente de las rentabilidades a largo plazo con las expectativas cambiarias y también con los propios tipos de interés a corto; finalmente, la incorporación de inversión extranjera al mercado de deuda supon-

GRAFICO 3
TIPOS DE INTERES DE LAS LETRAS DEL TESORO
Y DE LA EUROPESETA A UN AÑO
(Datos diarios)



drá un abaratamiento de las cargas financieras de la deuda, al provocar una caída de las rentabilidades en los bonos consistente con unas necesidades de financiación del Tesoro decrecientes, reduciendo el diferencial frente a las rentabilidades de otros bonos europeos.

La demanda de deuda pública por parte de no residentes es ya una parte importante de la demanda de deuda total. Los bonos

y obligaciones del Estado en poder de no residentes representan, al final de 1991, un 28,8 por 100 del saldo vivo. Sin embargo, las letras del Tesoro en carteras extranjeras suponen hoy sólo un 2,1 por 100 del respectivo saldo total. En conjunto, la deuda del Estado en poder de no residentes representa un 14,9 por 100 de la deuda anotada total (sin considerar los pagarés del Tesoro). Observando la evolución de la distribución por instrumentos de la

inversión extranjera en deuda pública, puede llegarse a la siguiente conclusión: la inversión a corto plazo (letras del Tesoro) parece desempeñar un carácter marginal, relacionado sólo con procesos de sustitución en la especulación en favor de la peseta (con pesetas convertibles y *swaps*) o de arbitraje (europesetas como pasivo y letras como activo) —véase gráfico 3—, mientras la inversión a medio o largo plazo (bonos y obligaciones) ha segui-

do una pauta menos marcada por las oportunidades de la coyuntura y más orientada por una estrategia estable de diversificación de las grandes carteras internacionales, intensificada a partir de 1991 espectacularmente, gracias al cambio fiscal y a las estrategias de inversión basadas en la *expectativa de convergencia* en el seno del SME.

Este *cambio estructural* del mercado de deuda pública en España no está exento tampoco de problemas. El descenso de rentabilidades a medio y largo plazo que ha provocado hace que los procesos de comercialización interior de la deuda dominantes hoy —la cesión temporal a corto por las entidades financieras de sus carteras de deuda, asumiendo el riesgo de interés y el impacto fiscal— puedan no «remunerar» suficientemente a las entidades gestoras residentes. El problema reside en que la transformación de estos procesos en otros con ventajas fiscales (fondos de inversión, fondos de pensiones, etc.) ha de ser rápida (como, de hecho, está siendo en los fondos de inversión) para cerrar la «brecha fiscal» que el tratamiento fiscal de las rentas del capital de los no residentes ha abierto frente al de las rentas de los residentes. La «brecha fiscal» existente todavía puede hacer al mercado especialmente volátil en cortos periodos.

II. CAMBIOS RECIENTES

1. Cambios en la política de deuda pública: hacia la ortodoxia

En los dos últimos años, las autoridades públicas españolas han llevado a cabo un esfuerzo significativo para, una vez senta-

das las bases institucionales y operativas del nuevo mercado de anotaciones en cuenta sobre deuda del Estado, avanzar en la definición de una política de deuda consistente con el doble objetivo de gestionar el endeudamiento de la forma más eficiente, en términos de coste a medio y largo plazo, y de favorecer una evolución ordenada y estable del conjunto de los mercados financieros. Esta política ha debido de partir de un esquema de financiación profundamente ligado a la intervención del Banco de España en los mercados y a la política monetaria instrumentada por las autoridades, pero finalmente ha conducido a un mercado más líquido y eficiente.

La modernización se ha fundamentado sobre tres pilares básicos, que comentamos a continuación. Por una parte, los avances en la disciplina presupuestaria del Estado (con la «asignatura pendiente» de la disciplina autonómica y local). Por otra, el refinamiento, sofisticación y redefinición de la política de deuda pública. Finalmente, el incentivo a la inversión extranjera en deuda pública, con su liberalización, su exención fiscal y la agilización de sus trámites burocráticos.

A) *Mejoras en la disciplina presupuestaria*

Dos importantes reformas, recogidas por la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1990, han marcado el inicio (todavía tímido) de un periodo de mayor disciplina presupuestaria en España. Además, la reforma del coeficiente de caja llevada a cabo por el Banco de España en abril de 1990 supuso también un cambio hacia la no monetización del déficit público. Sin embargo, el camino por recorrer es todavía largo.

La Ley de Presupuestos 1990 (art. 48) modificó el número 4 del artículo 101 del texto refundido de la Ley General Presupuestaria, redactándolo de la siguiente forma: «El saldo vivo, al cierre de cada ejercicio, del endeudamiento neto del Estado frente al Banco de España, no podrá exceder del importe de dicho saldo a 31 de diciembre de 1989, cuyo importe íntegro quedará consolidado como crédito singular al Estado». De esta forma, se establecía un mecanismo sustancialmente más restrictivo que el anterior —el límite del 12 por 100 sobre los créditos para gastos del ejercicio—, impuesto por la Ley General Presupuestaria. El saldo a 31 de diciembre de 1989 se situaba en 1.053,2 miles de millones de pesetas, un 2,3 por 100 del PIB, consolidado como *crédito singular* del Banco de España (a tipo nulo para el Tesoro) y, en definitiva, la contrapartida monetizada de la nueva regla de disciplina presupuestaria.

No obstante, en el último año ha venido poniéndose en práctica una regla tácita de disciplina acordada entre el Banco de España y el Tesoro. Según esta regla «no escrita» (todavía), el pasivo total del Estado en el Banco de España (el recurso total, incluido el crédito singular, más la cartera de deuda pública en poder del Banco y menos la cesión temporal por éste de aquélla a las instituciones financieras en sus operaciones de intervención), estaría sometido a estrictos límites en su evolución. Más recientemente, las autoridades se han planteado ya la apelación cero —manteniendo, sin embargo, el crédito singular— como regla permanente de comportamiento del Tesoro en su política diaria, pero ello aún no ha sido recogido por la Ley General Presupuestaria.

CUADRO N.º 6

EVOLUCION HIPOTETICA 1990-2000 DE LOS SALDOS DE DEUDA MONETIZADA O SUJETA A COEFICIENTES DE ACUERDO CON LOS CALENDARIOS PREVISTOS (a)

	CERTIFICADOS DEL BANCO DE ESPAÑA (b)		CREDITO SINGULAR DEL BE (c)		COEFICIENTES DE PAGARES DEL TESORO (d)	
	Saldo (m.m.)	Porcentaje sobre PIB	Saldo (m.m.)	Porcentaje sobre PIB	Saldo (m.m.)	Porcentaje sobre PIB
1990	3.120,6	6,2	1.053,2	2,1	1.941,3	3,9
1991	3.120,6	5,7	1.053,2	1,9	1.072,3	2,0
1992	3.120,6	5,3	1.053,2	1,8	0,0	0,0
1993	2.889,7	4,4	1.053,2	1,6	—	—
1994	2.533,9	3,7	1.053,2	1,5	—	—
1995	2.196,9	2,9	1.053,2	1,4	—	—
1996	1.831,8	2,2	1.053,2	1,3	—	—
1997	1.432,4	1,2	1.053,2	1,2	—	—
1998	995,5	1,0	1.053,2	1,1	—	—
1999	518,0	0,5	1.053,2	1,0	—	—
2000	0,0	0,0	1.053,2	0,9	—	—

(a) Hipótesis de crecimiento del PIB del 8,5% nominal uniforme durante todo el periodo.

(b) Evolución del saldo según el calendario de amortización anunciado y sin considerar amortizaciones anticipadas, siempre posibles.

(c) Hipótesis de mantenimiento del crédito singular derivado de la Ley de Presupuestos 1990.

(d) Hipótesis de crecimiento uniforme del 10 por 100 en los países computables del coeficiente, y evolución del saldo derivado según el calendario de reducción del coeficiente.

Fuente: Elaboración propia.

Junto a esta reforma de la Ley General Presupuestaria, las autoridades incluyeron también en la Ley de Presupuestos 1990 (en su artículo 10) una limitación estricta al volumen de gasto aprobado por el Presupuesto, impidiendo que las obligaciones reconocidas por el Estado en 1990 pudieran superar el total de créditos inicialmente aprobados, y fijando en un 2,5 por 100 de los créditos ordinarios el volumen máximo total de créditos extraordinarios y suplementarios que pueden aprobar las Cortes. De esta forma, se aseguraba el ajuste del gasto efectivo a lo presupuestado, en respuesta a las desviaciones que pudieron observarse en el pasado.

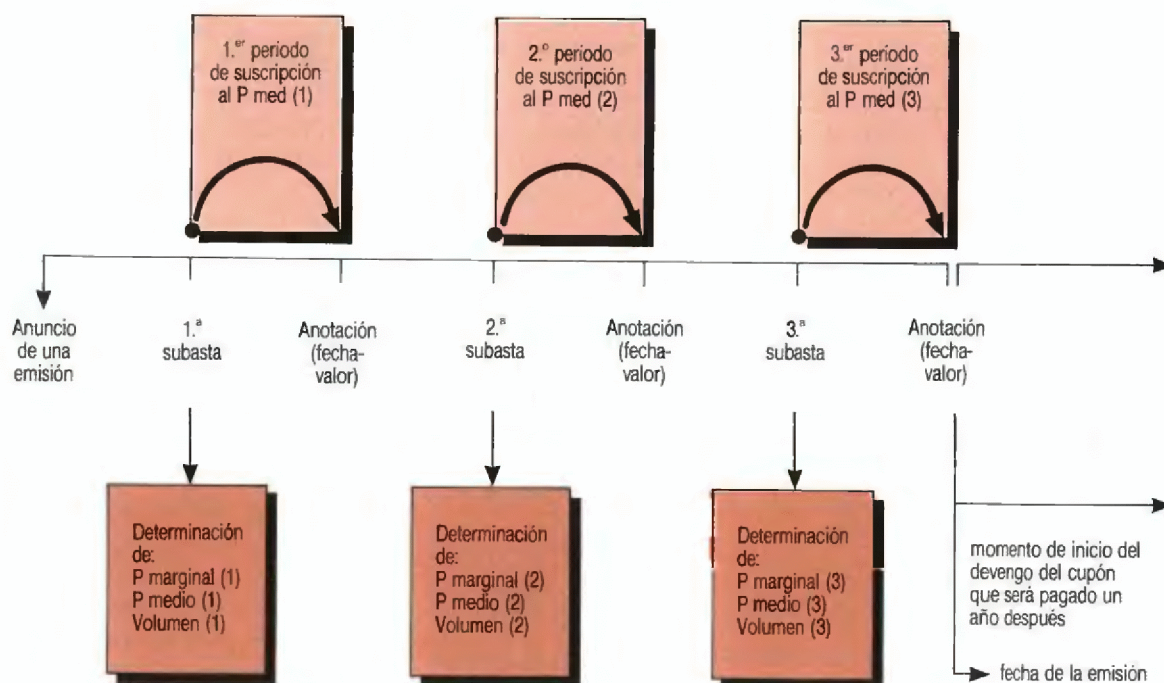
Por su parte, junto a estos dos cambios tímidos, y en la dirección correcta de una mayor disciplina presupuestaria, las autoridades reformaron el coeficiente de caja en abril de 1990, reduciéndolo desde un 17 por 100 de

los pasivos bancarios computables hasta un 5 por 100. Paralelamente, la cifra que se derivaba de los 12 puntos liberados debía transformarse en una deuda al efecto del Banco de España, los certificados, que —emitidos a plazos entre 3 y 10 años, en paquetes homogéneos para cada entidad y con remuneración similar a la del viejo coeficiente de caja (en su tramo remunerado), muy por debajo del tipo de interés del mercado (un 6 por 100)— alcanzaron un saldo vivo de 3.120,6 miles de millones de pesetas en términos nominales, aunque su valor de mercado se situaría en aproximadamente un 65 por 100 de su valor nominal. Este 6,2 por 100 del PIB de 1990 comenzará a amortizarse en 1993, de acuerdo con un calendario que comprende fechas desde el 31 de marzo de 1993 hasta el 29 de septiembre del 2000. No obstante, parece claro que, conforme el Banco de España pueda perder

en los próximos años volúmenes importantes de reservas de divisas —un activo de su balance—, también podría amortizar anticipadamente certificados, acelerando su desaparición.

En el cuadro n.º 6, puede observarse el peso, en un horizonte hasta el 2000, que sobre el PIB alcanzarían los saldos de certificados del Banco de España, pagarés del Tesoro sujetos al coeficiente obligatorio (que inició su calendario de reducción en diciembre de 1989) y saldo del crédito singular consolidado en 1990 del Banco de España al Estado; es decir, todas las «asignaturas pendientes» de la «no monetización». La incorporación de estos saldos al mercado de deuda supondrá, en su momento, un ajuste al alza del *ratio* de la deuda española sobre el PIB, así como un encarecimiento relativo de la financiación global del Estado (todo lo demás constante). Ob-

ESQUEMA 2
EL CICLO TÍPICO DE TRES SUBASTAS DE CADA EMISIÓN DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO (*)



Volumen total de la emisión: Vol. (1) + Vol. (2) + Vol. (3).

Tipo del cupón: el mismo (fijado en la Resolución que anuncia la emisión oficialmente).

Fechas de cupones y vencimientos: comunes a todas las subastas y períodos (fijadas por la Resolución).

(*) Este ciclo, que se desarrolla mes a mes, puede ser prolongado si el saldo vivo de la emisión no es suficiente tras la tercera subasta.

sérvase que la reforma del coeficiente de caja hizo que el saldo que seguiría «monetizado» fuera ya una cifra fija, sujeta a un calendario de amortización, lo que implicará —máxime si se amortiza anticipadamente parte de su volumen— un *ratio* decreciente sobre la deuda.

B) Mejoras en el diseño de la política de deuda

A lo largo del año 1990, el Tesoro llevó a cabo diversas mejoras en su gestión de la deuda pública, mejoras que se han traducido en una mayor liquidez

para el mercado. Estas mejoras se han concentrado en aspectos como las técnicas de emisión de los bonos y obligaciones del Estado, los canales de comercialización y la transparencia del mercado secundario. A ellas hay que añadir el cambio fiscal, al que hemos dedicado específicamente el epígrafe I.3.

a) *Técnicas de emisión.* El Tesoro comenzó a emitir bonos del Estado en ecus en España mediante emisiones «aseguradas» por instituciones financieras residentes. Su negociación en el secundario no se incorporó al

mercado de anotaciones, sino a los mecanismos clásicos del euromercado. Por otra parte, a partir de marzo de 1990, los cupones de los bonos y obligaciones del Estado de nueva emisión pasaron de ser semestrales a anuales. Con los cupones anuales, el Tesoro trataba de introducir en España el régimen tradicional de los euromercados, con el fin de fomentar la inversión extranjera y la comprensión de los instrumentos con cupones por los inversores no profesionales y, sobre todo, de simplificar la gestión administrativa, tanto al Tesoro como al Banco de España o a

las entidades gestoras de deuda pública. El cambio de periodicidad del cupón pretendía agilizar los procesos de cesión temporal de la deuda al público. Estos procesos implican, cuando la cesión es con pacto de recompra, «lavados del cupón» (recompra, en la fecha del cupón, del bono que lo paga, con su sustitución en el *repo* por otro bono o por una letra del Tesoro, con el fin de que el cliente no reciba el cupón) cuya frecuencia es altamente distorsionante administrativamente.

Junto a estos cambios, se anunciaba también en marzo de 1990 la supresión, a partir de entonces, de la comisión del 1,5 por 100 que, hasta ese momento, venía satisfaciendo el Tesoro sobre las órdenes de suscripción de deuda a medio y largo plazo presentadas en el Banco de España. Tal comisión alteraba la relación entre cupones y rentabilidades internas del suscriptor, haciendo que los precios de emisión se situaran siempre demasiado por debajo de la par. Además, la comisión hacía un flaco servicio a la necesaria transparencia del mercado minorista, ya que ponía barreras al conocimiento por el inversor final no profesional de la verdadera rentabilidad efectiva de los títulos.

Finalmente, ya en 1991 (en mayo, *BOE* del 5 de abril), se extendió a las obligaciones del Estado el sistema de emisión mensual en tramos (tres como mínimo por cada emisión), que ha facilitado enormemente la liquidez del mercado, al reducir el número de «referencias» negociadas con un mismo cupón y una misma fecha de amortización (esquema 2). En febrero del mismo año, el sistema de tramos se implantó en los bonos a 5 años, por lo que hoy toda la

deuda a medio y largo plazo se emite de la misma forma.

b) *Canales de comercialización*. En este capítulo, el Tesoro llevó a cabo importantes mejoras en la línea de facilitar vías alternativas de inversión, distintas a las dominantes todavía de transformación de la deuda en cesiones temporales dentro del balance de las instituciones financieras. Estas mejoras fueron las siguientes:

- Apertura de *cuentas directas* en el Banco de España. Desde comienzos de febrero de 1990, el Banco de España asumió, como parte de las funciones de una entidad gestora, la custodia de saldos anotados de terceros en cuentas directas que sólo podían albergar títulos a vencimiento. La importancia de estas cuentas fue más cualitativa que cuantitativa, ya que su apertura supuso, de hecho, la ruptura formal de la política de deuda pública con la pasividad, en cuanto a los canales de comercialización de la deuda, de que había hecho gala en el pasado. Sin embargo, los saldos que recogen estas cuentas son relativamente pequeños.

- Promoción de *fondos de inversión* colectiva en deuda del Estado. El Tesoro trató, a lo largo de 1990, de promocionar los fondos de inversión como vía de inversión idónea para la deuda pública. La liquidez plena de las participaciones de un fondo, la gestión altamente profesionalizada que requiere tanto la preservación de esta liquidez como el mantenimiento de una relativamente alta rentabilidad efectiva, y su tratamiento fiscal como incrementos patrimoniales (en el caso de los fondos de capitalización) hacen a los fondos especialmente atractivos para el inversor particular.

Por ello, el Tesoro implantó convenios de colaboración con instituciones de inversión colectiva para comercializar los *Fondos Tesoro*, fondos invertidos exclusivamente en deuda del Estado y *repos* sobre deuda del Estado. Esta estrategia maduró en 1991, cuando, tras el verano, los grandes bancos comenzaron a comercializar masivamente fondos de inversión (FIM y FIAMM).

c) *Transparencia del mercado secundario*. El Tesoro anunció, al inicio de 1990, el estudio por la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid, en colaboración con el Banco de España y el propio Tesoro, de la posibilidad de que la deuda del Estado pudiera también negociarse en las bolsas de valores mediante algún mecanismo informático similar al *CATS*, a través del cual se negocian las acciones en el mercado continuo. Este proyecto pretendía ser un complemento del actual mercado de deuda anotada (ya completamente desarrollado al cierre de 1989), de tal forma que los particulares podrían acceder a la deuda del Estado a través de una gama más amplia de intermediarios financieros, en un mercado organizado en el que la transparencia de los precios —publicados diariamente en la prensa— sería completa. Este mercado bursátil aún no goza de las mejoras anunciadas entonces, que siguen en estudio. Además, el Tesoro apoyó la constitución de los mercados derivados de futuros y de opciones, como elementos clave para salvaguardar la liquidez global del mercado.

Todas estas mejoras técnicas formaban parte de una etapa cualitativamente diferente, en la que debe inscribirse tanto la definición de una *disciplina precio-aceptante* por parte del Tesoro en sus emisiones (aceptar las con-

CUADRO N.º 7

MODALIDADES DE EMISION DE LETRAS DEL TESORO Y EMISION BRUTA

	POR SUBASTA (1)			(2) Directamente al BE	Total emisión bruta (3) = (1) + (2)	Pro-memoria: diferencial tipo marginal- tipo medio subasta
	Total nominal	Total = 100				
		Competitiva	No competitiva			
1987	1.288,4	86,5	13,5	1.450,0	2.738,4	0,16
1988	1.957,1	90,9	9,1	1.700,7	3.657,9	0,13
1989	4.353,7	84,8	15,2	1.050,0	5.403,7	0,07
1990	5.817,6	83,2	16,8	1.564,7	7.382,3	0,06
1991 (enero-julio) ...	4.050,9	85,3	14,7	359,7	4.410,6	0,10

Miles de millones de pesetas, valoración en nominales.

diciones del mercado, centrando la gestión en el plazo del endeudamiento, y no sólo en su coste), lo que ha supuesto una reducción del papel del Banco de España en el mercado primario (cuadro n.º 7), como el compromiso, adicional al que fija la Ley Presupuestaria (no incrementar año a año el saldo del recurso al banco central respecto al nivel de cierre de 1989), de no *incrementar más allá de un máximo durante el ejercicio la suma del recurso y la cartera de deuda del Estado disponible* (la contable sin lo cedido con compromiso de recompra) por el Banco de España; es decir, el pasivo total, remunerado o no, del Estado en el Banco de España.

Las limitaciones que, en la práctica, todavía sufre el mercado secundario de deuda han hecho recomendable en 1991, no obstante, la continuidad de la intervención complementaria del Banco de España, tanto ofreciendo letras del Tesoro a tres meses, con pacto de recompra, como, menos regularmente, vendiendo o adquiriendo bonos o letras del Tesoro, e incluso pagarés, a vencimiento en el mercado. Ambas modalidades de interven-

ción han tenido, a menudo, un carácter extraño al control monetario en el sentido estricto, pero han estado siempre asociadas al objetivo de las autoridades de propiciar una «evolución ordenada» de los mercados.

Una de las prácticas que, de forma más novedosa e innovadora, ha aplicado el Tesoro en 1990 ha sido la del *canje de deuda* próxima a vencer por otra de plazo más largo. En julio de 1990, el Tesoro anunció un canje de referencias de deuda a medio y largo plazo, con un período de vida residual corto, por bonos de nueva emisión, al 13,70 por 100, con vencimiento en octubre de 1993. El anuncio era de una elevada significación, ya que, entonces, las expectativas a medio plazo del mercado eran bajistas en tipos de interés. Ello hacía recomendable para las entidades alargar el plazo de sus carteras. Con el fin de impedir que el proceso de alargamiento afectara exclusivamente al mercado primario —con las consiguientes distorsiones a la baja en las rentabilidades—, y para facilitar la liquidez del mercado, el Tesoro planteó un canje en condiciones muy favorables. En la perspectiva

actual, es evidente que los canjes serán una vía básica del Tesoro para la consecución de su objetivo de alargar los plazos de su endeudamiento.

2. El cambio estructural del mercado de deuda del Estado

El mercado de deuda del Estado ha experimentado un *cambio estructural* en 1991 que ha de afectar sustancialmente a todo los mercados financieros internos. La internacionalización del mercado, gracias a una espectacular y creciente inversión extranjera en bonos y obligaciones (el 67,5 por 100 de la emisión neta de estos títulos en los once primeros meses del año fue adquirida por no residentes), ha hecho, en nuestra opinión, que el proceso de formación de precios siga patrones totalmente diferentes a los que lo definían hasta ahora. Si en el pasado el mercado estaba dominado por la demanda interior —básicamente, instituciones financieras operando por cuenta propia—, hoy es la demanda final exterior la hegemónica en la formación de los precios.

Como apenas existe todavía en nuestro país una demanda genuina y estable (sólo entidades de crédito, prácticamente) de deuda del Estado a medio y largo plazo, la demanda extranjera institucional (fondos, compañías de seguros, bancos), que sí se centra en los plazos más largos, domina la formación de precios del mercado. Esta demanda no residente ha demostrado, a lo largo de los meses transcurridos de 1991, una vocación de permanencia muy clara. Sin embargo, sus oscilaciones, por pequeñas que sean en relación con las carteras totales de los no residentes, sí tienen un efecto importante en términos de volatilidad en el mercado. Cuando se produce una presión vendedora de los no residentes en el mercado, han de ser las entidades residentes quienes ofrezcan contrapartida a esas posiciones vendedoras. El problema es que las entidades residentes, por su naturaleza institucional —básicamente entidades de crédito—, por unas expectativas sesgadas, por una historia reciente de elevados tipos nominales y alta volatilidad (en contextos de curvas de tipos de pendiente negativa), y finalmente, por razones de tipo fiscal, exigen mayores rentabilidades internas a la deuda del Estado a medio y largo plazo que los no residentes.

Las diferencias de carácter institucional entre el mercado español de deuda y el mercado internacional hacen muy relevante el *diferencial de expectativas* existente entre residentes y no residentes. Mientras los fondos de inversión y de pensiones, o las compañías de seguros no residentes, diversifican sus carteras en favor de los bonos españoles unas veces y en contra otras, en función de sus *expectativas de convergencia* a medio y largo

plazo de los tipos de interés españoles hacia los del núcleo central de la CEE, los bancos y cajas de ahorros que dominan el mercado doméstico de deuda acumulan o desacumulan carteras bajo criterios bancarios más ligados a objetivos a corto plazo que a largo, y marcados por una tradición de alta volatilidad y curva de rentabilidades extremadamente decreciente en su pendiente (lo que implica un coste de financiación superior a la rentabilidad de la inversión en valores a medio y largo plazo durante largos períodos, lo que sólo es asumible bajo expectativas inmediatas de obtención de plusvalías y/o cesión temporal a clientes a tipos inferiores).

Por otro lado, la «brecha fiscal» entre residentes y no residentes no sólo descansa en el problema de la retención fiscal sobre los cupones (25 por 100 para residentes y nula, al ser devuelta automáticamente, para los no residentes), sino en el propio tratamiento impositivo de las rentas del capital en los impuestos directos respectivos de los países de origen de los terceros no residentes que compran deuda del Estado español, por una parte, y en los que están vigentes en nuestro país, por otra. Ello es relevante además en la medida en que la estructura institucional del inversor español en deuda del Estado puede ser muy diferente de la del inversor no residente. De hecho, puede decirse que lo que ha ocurrido en el mercado de deuda durante los primeros meses de 1991 es un *cambio estructural*, porque ha alterado la anatomía del inversor en deuda pública española. Ello ha permitido un alargamiento del plazo medio de la deuda del Estado, que, de otro modo, quizás hubiera sido mucho más limitado. Su repercusión, además, en

el conjunto del mercado financiero no tardará en evidenciarse.

En este epígrafe, nos ocuparemos, en primer lugar, de las implicaciones que podría tener el cambio de la estructura institucional de la demanda de deuda del Estado tras la internacionalización del mercado que ha tenido lugar en lo que va transcurrido de 1991. Después, nos ocuparemos del análisis de los factores que explican la incorporación masiva, y en corto espacio de tiempo, de la demanda no residente, así como de sus consecuencias sobre las rentabilidades efectivas esperadas por los participantes del mercado y sobre la volatilidad del mercado. Finalmente, haremos algunas consideraciones sobre el efecto que lo ocurrido en el mercado podría tener en las estrategias de corto y largo plazo de los inversores residentes, y formularemos algunas conclusiones relevantes para el análisis.

A) *Anatomía del inversor internacional y plazo de la deuda en España*

Como es conocido, uno de los grandes problemas del mercado de deuda del Estado en nuestro país es el radical sesgo al corto plazo de su saldo vivo. Este sesgo es, en gran medida, un problema derivado de los patrones que determinan el proceso de distribución de la deuda entre el público, tomador natural último de ésta. En España, estos patrones han estado y siguen estando ligados a la actividad de transformación bancaria. Los balances de las entidades bancarias han transformado un elevado porcentaje de la deuda del Estado viva en pasivos propios mediante la cesión temporal de la deuda a sus clien-

CUADRO N.º 8

CANALES DE COMERCIALIZACION DE LA DEUDA DEL ESTADO
(Situación a 31 de julio de 1991, en miles de millones de pesetas)

	<i>Letras del Tesoro</i>	<i>Bonos y obligaciones</i>	<i>Pagarés del Tesoro</i>
1. Saldo vivo total (2 + 3 + 4 + 5)	6.206,0	6.332,5	3.062,6
2. Saldo intermediado por sistema crediticio y SMMD	3.983,5	3.188,8	2.823,2
Por cuenta propia	220,0	490,3	1.537,9
Cesión temporal al público	3.763,5	2.698,5	1.285,3
3. Saldo a vencimiento del público	2.169,3	1.240,0	239,4
4. Residentes	124,1	1.702,5	—
5. Sin clasificar y ajustes estadísticos	-70,9	201,2	—

Fuente: Elaboración propia sobre datos del *Boletín Estadístico* del Banco de España.

tes (cuadro n.º 8). Estos *repos* se han materializado en cuentas especiales —de funcionamiento, en la práctica, muy similar al de las cuentas corrientes— o bien han sido realizados «a la medida» (básicamente, con empresas no financieras). Este proceso de comercialización entraña la asunción por la entidad financiera de:

- El *riesgo de interés* que supone la transformación de plazo del *repo* en el seno del balance bancario: la inversión, a un plazo superior (en ocasiones muy superior) al plazo de la financiación, de la cesión temporal. La «brecha» entre *duraciones* de activo y pasivo que esta actividad implica es tan amplia que es difícil pensar que esté justificada por unas expectativas de descenso de tipos de interés.

- El *impacto fiscal* de las retenciones que se practican sobre los bonos y las obligaciones del Estado, ya que las entidades proceden al «lavado del cupón» de los bonos cedidos con pacto de recompra, sustituyéndolos por otros títulos del Estado cuando devengan cupones, y, por tanto, sufren retención fiscal (las cesio-

nes temporales no suponen retención fiscal cuando se realizan mediante operaciones diferentes a las cuentas financieras sobre letras del Tesoro).

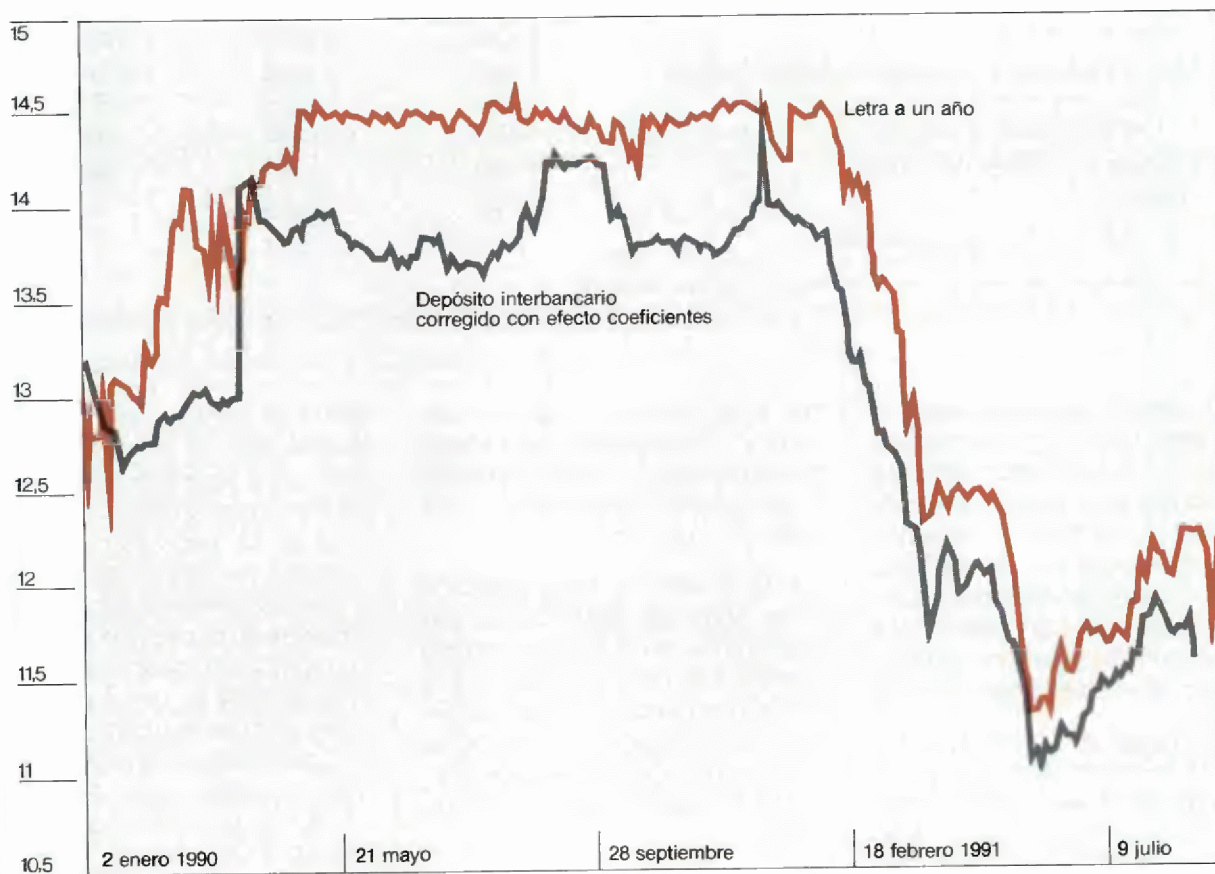
- El *coste de la transformación* en el seno del balance, ya por «consumo» de recursos propios (coeficiente de garantía), ya por el «consumo» de recursos humanos y tecnológicos que supone, como otras operaciones de captación de pasivos líquidos del público.

La remuneración directa que perciben las entidades financieras por la gestión de este proceso de comercialización de la deuda pública viene determinada por tres factores: de un lado, por el diferencial entre el tipo del depósito bancario tradicional y el tipo de la deuda (véase, en el gráfico 4, el caso de las letras a un año); de otro, por el diferencial existente, para los mismos plazos, entre el mercado de titulares de cuenta sobre deuda del Estado y el mercado de las entidades gestoras y sus clientes; finalmente, por la gestión acertada del riesgo de interés tanto de la cartera de activos sobre la que

giran los *repos* como de la cartera de pasivos de los propios *repos*. La competencia entre entidades financieras y, en alguna medida, la exigencia por el Tesoro de una mayor transparencia en las instituciones sobre las condiciones de la cesión de la deuda al público han hecho, en los últimos dos años, que los diferenciales entre el mercado mayorista y el minorista se reduzcan. Además, el mayor grado de desarrollo de las tesorerías de las empresas no financieras ha hecho que los tipos de los *repos* que éstas adquieren sean ya muy próximos a los del mercado entre titulares de cuenta, con el consiguiente estrechamiento de los diferenciales.

Por otra parte, la gestión de las carteras por las instituciones financieras ha venido siendo, en los últimos años, extremadamente rígida. Además, por definición (ya que está prohibido en el mercado español el *short selling*), se trata de una gestión en la que el plazo medio del activo es siempre mayor o igual que el plazo medio del pasivo *repo* ligado a este activo. Las entidades

GRAFICO 4
EL TIPO DE LA LETRA DEL TESORO Y EL COSTE DEL PASIVO BANCARIO
COMPUTABLE EN COEFICIENTES OBLIGATORIOS
(Datos diarios 1990-1991)



Nota: El depósito interbancario, corregido con el impacto de los coeficientes de caja e inversión, representa el coste máximo de un pasivo bancario tradicional (un pagaré bancario, por ejemplo) a un año de plazo. Obsérvese que el tipo de la letra del Tesoro —mejor riesgo y liquidez— se sitúa siempre por encima: tal es el «coste» del proceso de distribución «bancaizada» de la deuda pública.

financieras se han limitado a adquirir sus carteras en el mercado primario o en la «ventanilla» a tres meses del Banco de España cuando ésta ha sido convocada, redistribuyendo sus adquisiciones en un mercado *repo* líquido sólo en los plazos más cortos (inferiores a tres meses). En este contexto, el mercado secundario a vencimiento apenas ha tenido un peso significativo hasta los úl-

timos meses. Su existencia ha estado ligada solamente a la constitución de posiciones propias ante expectativas de plusvalías a corto plazo por parte de las entidades financieras.

La hegemonía de este proceso de comercialización —en el que sólo un 30 por 100 de los saldos del público son adquiridos a vencimiento (sin transformación en

el balance de una entidad bancaria) por éste— ha predeterminado la estructura por plazos del endeudamiento del Estado. El que el signo restrictivo de la política monetaria haya hecho que desde 1987 los períodos de descenso de tipos de interés fueran poco duraderos, ha obligado a las entidades financieras a mantener muy corto el plazo de sus carteras de deuda. Por eso, la le-

tra del Tesoro es el instrumento hegemónico en la financiación del Estado, y por eso el Banco de España ha jugado un papel básico como oferente de deuda a través de sus ventas *repo* a tres meses. En este contexto, el Tesoro sólo ha podido alargar el plazo de emisión de su deuda cuando las expectativas de tipos de interés a la baja han hecho a las entidades financieras acumular carteras de deuda a la espera de la obtención de pluvalías. El problema ha sido siempre, hasta este año, que tales períodos de tiempo han sido efímeros.

La política de emisión del Tesoro en 1990 fue un intento de

romper el círculo vicioso emisión-comercialización, determinante último del sesgo al corto plazo de la deuda pública. Con el objetivo de alargar el plazo de emisión, el Tesoro elevó —sin ascensos por parte del Banco de España en los tipos del corto plazo— las rentabilidades internas de los bonos y obligaciones del Estado, con el fin de hacer atractivo el alargamiento del plazo de las cartaras, por primera vez, sin expectativas de tipos a la baja. Esta estrategia no tuvo éxito inicialmente. La evidencia de desaceleración real que mostraba la economía española en el segundo semestre del año abrió nuevamente expectativas de tipos de

interés a la baja, y ello hizo que aumentaran las emisiones a medio y largo plazo. La crisis del Golfo Pérsico quebró esta tendencia, que no se reinició —y en condiciones muy diferentes— hasta el ejercicio de 1991. El escaso éxito de la estrategia del Tesoro en la primera mitad de 1990 tiene su origen, en nuestra opinión, precisamente en la anatomía del inversor español en deuda pública. La hegemonía del sector bancario (cuadros n.ºs 9, 10, 11 y 12), y la naturaleza del corto plazo de los pasivos *repo* captados por éste sobre la deuda del Estado como colateral, eran una barrera insalvable: sólo una «prima» sobre las expectativas su-

CUADRO N.º 9

ESTRUCTURA INSTITUCIONAL DEL SALDO DE DEUDA A MEDIO Y LARGO PLAZO EN PODER DE ENTIDADES TITULARES: ESCASA PRESENCIA NO BANCARIA

	SISTEMA CREDITICIO				Empresas de seguros	Sociedades de valores	Entidades de inversión colectiva	Otros
	BE	Banca	Cajas	Otros				
Diciembre 1987	115,3	194,2	557,3	20,9	30,5	0,5	26,9	3,6
Diciembre 1988	276,8	88,0	869,4	11,1	84,9	—	2,8	82,7
Diciembre 1989	211,2	103,8	177,8	11,4	59,8	0,9	6,8	84,3
Diciembre 1990	219,0	96,4	372,7	7,1	78,7	1,0	20,8	101,8
Julio 1991	225,1	111,6	149,2	4,3	82,4	1,7	63,0	99,4

Miles de millones de pesetas, valoración en nominales.

CUADRO N.º 10

ESTRUCTURA INSTITUCIONAL DEL SALDO DE LETRAS DEL TESORO EN PODER DE ENTIDADES TITULARES: EL SESGO BANCARIO

	SISTEMA CREDITICIO				Empresas de seguros	Sociedades de valores	Entidades de inversión colectiva	Otros
	BE	Banca	Cajas	Otros				
Diciembre 1987	186,1	174,3	154,9	4,1	8,7	21,2	2,5	19,1
Diciembre 1988	678,5	59,4	120,5	5,9	11,1	1,2	—	38,8
Diciembre 1989	451,3	32,2	61,3	3,5	6,4	1,6	1,6	49,1
Diciembre 1990	760,4	58,4	151,1	18,8	7,5	10,4	33,5	40,1
Julio 1991	94,7	65,1	54,0	4,0	5,5	6,8	—	52,3

Miles de millones de pesetas, valoración en nominales.

CUADRO N.º 11

**ESTRUCTURA DEL SALDO VIVO TOTAL DE DEUDA DEL ESTADO A MEDIO Y LARGO PLAZO
SEGUN TENEDORES**

	<i>Saldo vivo total</i>	<i>Entidades titulares</i>	<i>Terceros no residentes</i>	<i>Terceros residentes</i>	<i>Cuentas directas en BE</i>	<i>Bloqueos</i>
Diciembre 1987	1.597,1	949,3	15,0	601,8	—	31,1
Diciembre 1988	3.273,1	1.415,6	99,2	1.718,1	—	40,5
Diciembre 1989	3.779,8	655,9	260,4	2.807,5	—	55,9
Diciembre 1990	4.632,9	897,5	512,8	3.155,7	165,8	48,6
Julio 1991	6.332,5	737,2	1.702,5	3.813,5	243,3	50,0

Miles de millones de pesetas, valoración en nominales.

CUADRO N.º 12

ESTRUCTURA DEL SALDO VIVO TOTAL DE LETRAS DEL TESORO SEGUN TENEDORES

	<i>Saldo vivo total</i>	<i>Entidades titulares</i>	<i>Terceros no residentes</i>	<i>Terceros residentes</i>	<i>Cuentas directas en BE</i>
Diciembre 1987	2.538,0	570,9	83,5	1.883,6	—
Diciembre 1988	3.657,9	914,4	118,6	2.624,9	—
Diciembre 1989	5.403,7	606,2	172,5	4.625,0	12,0
Diciembre 1990	7.382,3	1.080,2	107,1	6.047,8	12,0
Julio 1991	6.206,0	282,3	121,5	5.588,5	43,8

Miles de millones de pesetas, valoración en nominales.

ficientemente amplia compensaría a las entidades financieras del riesgo de interés de ampliar el plazo de sus carteras, en un contexto de estabilidad de los tipos de interés a corto plazo. Y tal prima era, sin duda, excesiva para el Tesoro.

La exención fiscal en España de las rentas percibidas por no residentes en sus inversiones en deuda pública, en vigor desde el 1.º de enero de 1991, supuso la apertura definitiva del mercado español a la inversión extranjera. Esta internacionalización ha supuesto un *cambio estructural* de largo alcance, sobre el que nos detendremos más adelante. Nos limitaremos ahora a poner de manifiesto el profundo cambio que

tal proceso ha supuesto en la anatomía del inversor en deuda pública española.

Frente a la hegemonía bancaria del mercado de deuda español, los mercados de deuda más desarrollados se caracterizan por una mucho mayor diversidad de inversores institucionales. Los fondos de inversión, los fondos de pensiones y las compañías de seguros tienen un papel en los mercados de deuda de estos países sustancialmente superior al que las entidades bancarias, como tales, ostentan (aunque, evidentemente, muchos de estos fondos y compañías están participados por éstas). Este tipo de estructura institucional permite que la gestión pueda ser cua-

litativamente diferente a la dominante en nuestro país, al menos en dos aspectos:

- La gestión, esté orientada a horizontes temporales cortos o largos, se fundamenta en el principio del *marked to market*; es decir, en la valoración diaria de las carteras a precios de mercado.

- Los participantes del mercado definen horizontes de inversión diferentes, en función de los objetivos de rentabilidad/riesgo del fondo o de la compañía.

En definitiva, esta diversidad institucional, sobre la base de una gestión activa, permite la existencia de un mercado a vencimiento de deuda pública, y hace posible

la existencia de un segmento de negociación de deuda a medio y largo plazo altamente líquido y desarrollado. Esta misma diversidad supone la coexistencia en el mercado de especuladores, arbitrajistas y agentes con aversión al riesgo, lo que potencia los segmentos de productos derivados, como futuros, opciones, *swaps* y otras operaciones combinadas. El hecho de que las instituciones participantes en el mercado tengan, en muchos casos, que mantener objetivos rentabilidad/riesgo a largo plazo, permite en estos países estructuras temporales de la deuda del Estado centradas en el medio y largo plazo, pero al mismo tiempo flexibles, bajo criterios de gestión del endeudamiento por el Tesoro o de los activos por los inversores. No es, pues, extraño que, como hemos visto, la incorporación como «terceros no residentes» de este tipo de instituciones haya supuesto un salto espectacular en el volumen de negociación del mercado secundario entre entidades *titulares*.

La internacionalización del mercado español de deuda del Estado ha supuesto, por esta razón, un alargamiento del plazo medio

de emisión. Sólo en el primer semestre de 1991, el plazo medio de la deuda del Estado negociable ha pasado de 1,1 a 1,6 años. Los no residentes han centrado su demanda en los bonos a tres y a cinco años, y en cierta medida, también en las obligaciones a largo plazo. Las consecuencias de la acumulación de las carteras no residentes, tanto por su magnitud y velocidad como por sus aspectos cualitativos, han sido muy significativas. Nos detendremos a continuación en la descripción de estos efectos.

B) *El proceso de reducción del diferencial de rentabilidades frente al mercado europeo*

La internacionalización del mercado ha provocado un estrechamiento del diferencial entre las rentabilidades internas de los bonos españoles y los de los países de la CEE. Este estrechamiento ha sido muy superior al derivado del puro efecto fiscal de la exención fiscal, y se ha fundamentado sobre las expectativas de convergencia real de la economía española respecto de la de los países centrales de la CEE. La coincidencia en el tiempo de la exención fiscal, las expectativas

de caída de los tipos de interés del Banco de España (derivadas del proceso de ajuste de la economía, 1990-1991) y de la fortaleza de la peseta en el seno del SME, reforzada por la liberalización de las trabas al endeudamiento exterior a más de tres años y por la debilidad del marco alemán y del franco francés, ha conducido a un fuerte descenso del diferencial frente a lo bonos alemanes (cuadro n.º 13).

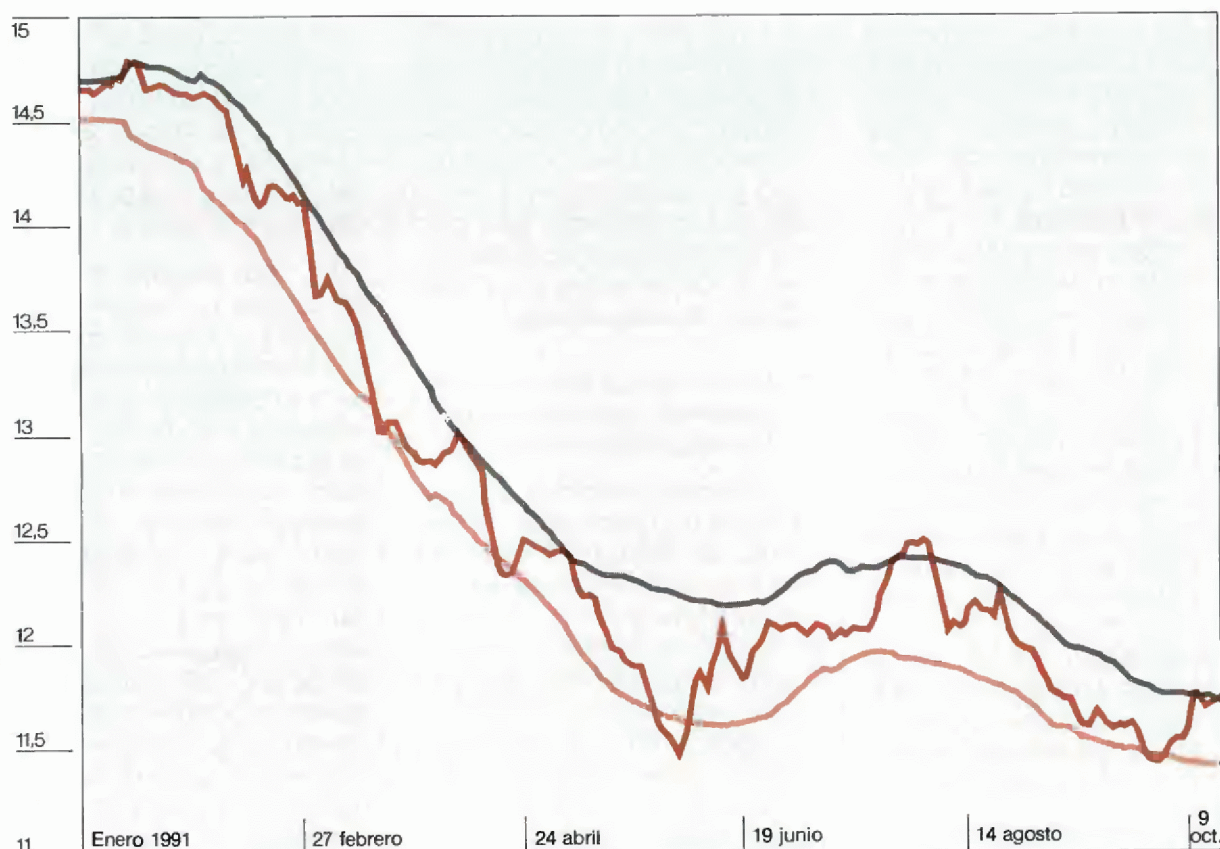
En gran medida, el mercado de deuda ha venido determinando sus precios de acuerdo con el ritmo marcado por tal proceso y de manera *independiente* —gracias a la extrema fortaleza de la peseta frente al marco alemán— a la evolución de los tipos de interés interiores. Antes al contrario, éstos —incluso los del Banco de España, finalmente— han visto condicionada su evolución por el mercado de deuda del Estado. La contención de la peseta en el límite máximo de su banda de fluctuación en el mecanismo de cambios del SME ha hecho que el descenso de las rentabilidades que ha tenido lugar en el mercado de deuda pueda «contagiarse» al mercado interbancario, haciendo imposible una

CUADRO N.º 13

INDICADORES DEL CAMBIO ESTRUCTURAL DEL MERCADO DE DEUDA DEL ESTADO EN 1991
(Cifras en miles de millones de pesetas, puntos porcentuales y años)

	Miles de millones de ptas. Variación de saldos de bonos y obligaciones		Diferencial medio TIR vs. bonos alemanes		Plazo medio en años deuda a medio y largo
	No residentes	Total	5 años	10 años	
Enero	85,0	-110,0	5,25	4,78	2,18
Febrero	379,5	632,3	5,29	—	—
Marzo	371,5	803,1	4,49	4,12	2,75
Abril	176,8	-81,9	3,90	3,57	—
Mayo	74,0	325,7	3,28	3,14	—
Junio	37,8	268,7	3,45	3,30	2,86

GRAFICO 5
TIR MEDIA DEL MERCADO DE DEUDA
A MEDIO Y LARGO PLAZO



segmentación entre activos permeables a la demanda de los no residentes/activos impermeables. La demanda de pesetas derivada de la demanda extranjera de bonos, unida a la demanda esperada por causa del levantamiento del depósito previo del 30 por 100, ha hecho de la situación de la peseta algo más permanente que coyuntural, lo que se ha traducido, vía racionamiento de la oferta de papel por parte del Tesoro (ante el buen comportamiento de sus finanzas y bajo una filosofía precio-aceptante), en un espectacular descenso de tipos en todos los mercados.

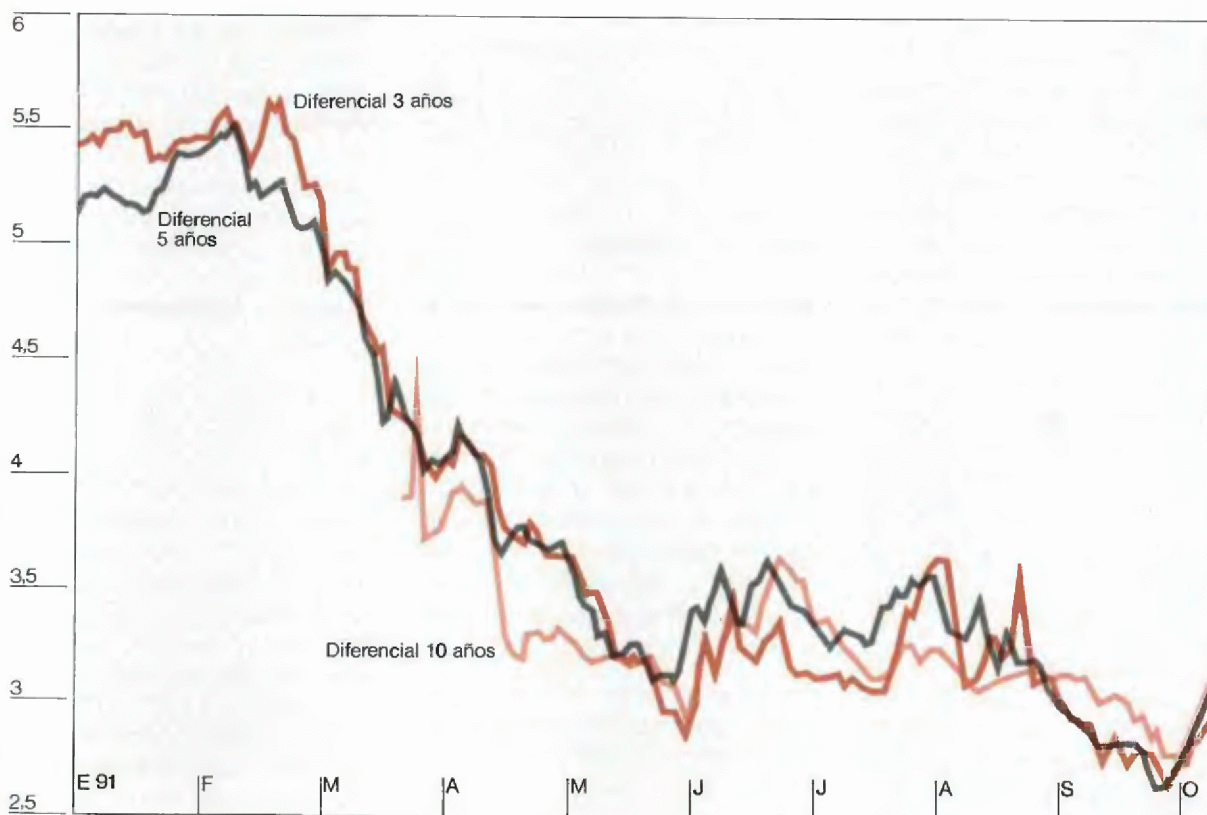
C) Efectos sobre la estructura temporal de tipos de interés

La incorporación de la espectacular demanda no residente al mercado de bonos del Estado provocó un fuerte descenso en las rentabilidades de todas las referencias. Si bien las compras extranjeras se circunscribían, inicialmente, únicamente a los bonos a tres y cinco años, el descenso de rentabilidades se transmitía rápidamente a todas las demás referencias, aunque no fueran tan demandadas por los no residentes. El proceso de descenso se «contagió» también rápidamente

a otros mercados, como el interbancario de depósitos, eliminando la posibilidad de que el mercado de bonos se segmentase frente al resto de los mercados internos, en virtud de una demanda que sólo estaba afectando a los bonos. Las reducciones de tipos de interés del Banco de España —dos puntos en los cuatro primeros meses del año— estuvieron marcadas tanto por sus efectos cambiarios como, sin duda, por esta transmisión.

En definitiva, las rentabilidades a medio y largo plazo han descendido en sólo cuatro meses en

GRAFICO 6
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD ENTRE LOS BONOS
ESPAÑALES Y ALEMANES



más de tres puntos porcentuales. Este proceso hace interesante analizar la nueva estructura temporal de tipos de interés derivada de la curva de rentabilidades del mercado de bonos, con el fin de aproximarnos a una cuestión altamente relevante: hasta qué punto un proceso que ha estado guiado por la reducción de diferenciales entre las TIR del mercado español y las TIR del europeo ha conformado, o no, una estructura temporal de tipos incoherente con las expectativas de los mercados interiores.

En nuestra opinión, la internacionalización del mercado de

deuda no ha conducido a una segmentación de este mercado respecto de aquellos otros en que la demanda no residente es débil. La no segmentación está garantizada por tres canales de transmisión básicos:

1) *Vía oferta de papel* por el Tesoro. Al ser la capacidad de emisión neta del Tesoro limitada (en 1991, 682,2 miles de millones efectivos como máximo), un fuerte ascenso de la financiación mediante bonos y obligaciones ha de suponer una menor financiación mediante otros instrumentos. Así, la espectacular demanda no residente de deuda a medio y

largo plazo, que ha impulsado a la baja los tipos de interés de los bonos y las obligaciones en un proceso de reducción de diferenciales con el exterior, también ha afectado a las letras del Tesoro, que —aunque no han soportado la demanda extranjera— han visto limitada la capacidad de oferta del Tesoro, con el consiguiente descenso de tipos derivado de la demanda residente no satisfecha.

2) *Vía tipo de cambio*. La demanda de bonos por extranjeros, en el contexto actual, ha favorecido la apreciación de la peseta frente al SME. Ello se ha tra-

ducido en una presión a la baja sobre los tipos de interés del depósito interbancario, que las autoridades no han neutralizado.

3) Al ser el mercado de deuda del Estado una *referencia* para las emisiones privadas, el descenso de tipos ha «contagiado» al mercado de bonos privados. La mayor profundidad del mercado a medio y largo plazo podría además favorecer la ampliación de aquél, si bien los diferenciales entre rentabilidades privada y pública podrían ser ahora algo mayores que en 1990.

En definitiva, en el desplazamiento hacia abajo de la curva de rentabilidades y plazos cabe observar dos movimientos *independientes*, que, no obstante, se han *difundido* a lo largo de una estructura temporal de tipos de interés sin segmentaciones. De una parte, el descenso de los tipos de interés del Banco de España, y de otra, el descenso del diferencial entre las rentabilidades internas de la deuda pública en España y en los demás países industrializados, producto del reforzamiento de las expectativas de convergencia en el seno de la futura unión monetaria europea. El salto de la curva desde el corto plazo hasta el largo no parece, pues, el resultado de una segmentación, sino de una doble formulación de expectativas en los agentes del mercado en un contexto institucional (incluyendo los aspectos fiscales) más heterogéneo. Ello afectaría a *toda* la curva. La consecuencia de ello podría, en todo caso, ser la de una mayor volatilidad, en la medida en que la alternancia residentes/no residentes en el «dominio» de la formación de precios siga provocando cambios bruscos en los precios (en el gráfico 5 puede contemplarse el «túnel» en el que se han inscrito las rentabilidades

de la deuda española durante 1991).

III. CONCLUSIONES

A juzgar por el crecimiento nominal de los salarios en nuestro país, en un año marcado por el «parón» de la inversión en bienes de equipo y por el deterioro de los márgenes de beneficio en la industria, existe *una clara divergencia entre las expectativas de inflación interiores y las expectativas que, gracias a la perspectiva de UEM, se definen en los mercados internacionales para nuestro país*. Esto comporta dificultades para la política monetaria, que ve cómo todas las tendencias de los mercados implican descensos en los tipos de interés (y rápidos), mientras las presiones inflacionistas siguen condicionando su política.

Por otra parte, la historia reciente demuestra que el afianzamiento de las expectativas de convergencia en inflación dictadas por el proceso hacia la UEM ha estado muy ligado a la incorporación del Reino Unido al proceso. Por ello, cabe atribuir a tal afianzamiento un carácter *permanente*. No es, pues, extraño que el equilibrio de las rentabilidades de los bonos europeos a largo plazo deba contener ya estas expectativas de convergencia. En este sentido, pensamos que la tendencia a medio plazo del mercado de deuda español seguirá siendo consolidar los descensos de los diferenciales con Europa que ya han tenido lugar, e incluso reducir algo más éstos. En nuestra opinión, tal reducción adicional dependerá más del comportamiento de la economía española y de las expectativas de convergencia para el Reino Unido e Italia —países que, como

España, están marcados por altos tipos de interés y altas inflaciones en relación con el núcleo «duro» del SME— que de la evolución de los tipos de interés a corto plazo del Banco de España. La fortaleza de las expectativas sobre la UEM hace que el papel del Banco de España sea menos decisivo que en el pasado en la formación de los precios de los bonos. En este sentido, la no existencia de segmentación hace que el Banco de España *tienda inexorablemente a perder «dominio» sobre la formación de tipos de interés a medio y largo plazo*.

La importancia de las expectativas de convergencia hacia la UEM en la formación de precios de los títulos a medio y largo plazo, y los altibajos de la demanda extranjera, podrían conducir a una volatilidad elevada en el mercado de deuda del Estado en nuestro país. A la cambiante opinión de los mercados sobre el calendario de la UEM, podría unirse el escenario de una curva de tipos de interés muy invertida (tipos a corto muy por encima de los tipos a largo), mientras persistan las tensiones inflacionistas en nuestro país, que marcaría las expectativas de las entidades residentes, traducándose en mayor volatilidad. En la medida en que los no residentes incrementen o reduzcan sus carteras de deuda española, las rentabilidades podrían sufrir altibajos importantes, al alternarse en el «dominio» del mercado residentes y no residentes.

En cuanto a los aspectos institucionales, en nuestra opinión, la incorporación no residente al mercado, tanto por razones operativas como fiscales, implicará un cambio a medio y largo plazo en las estrategias de comercialización de la deuda por las entidades financieras. Así, el prove-

chamamiento por el público de las ventajas fiscales de instrumentos como los *fondos de inversión*, *fondos de pensiones*, y otras formas de inversión, como los planes de «ahorro popular», encontrará quizás un entorno más favorable en el sistema bancario, que podría iniciar el abandono progresivo del *repo* ante su escaso atractivo como estrategia. Ello podría permitir un estrechamiento de la «brecha fiscal» entre residentes y no residentes, tanto más acelerado cuanto más rápidamente se materialice el proceso de sustitución entre pasivos bancarios fundamentales sobre los *repos* en deuda pública y los fondos de inversión (FIM y FIAMM).

NOTA

(*) El autor agradece a Ana Isabel Fernández y a Sonsoles Gallego, de Analistas Financieros Internacionales, S. A., su ayuda en la elaboración de este trabajo. Agradece también a Lucía Cabañero su eficacia y paciencia en la elaboración del texto.

REFERENCIAS

CONTHE, Manuel (1991), «La financiación del Tesoro», *Suplementos sobre el Sistema Fi-*

nanciero, n.º 33, PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

EZQUIAGA, Ignacio (1991a), *El mercado español de deuda del Estado. Estructura y formación de precios*, Ariel, Barcelona.

— (1991b), «Los mercados domésticos de deuda pública y la UEM», en *España ante la Unión Económica y Monetaria en Europa*, Juan Pérez-Campanero (ed.), FEDEA.

NÚÑEZ, Soledad (1991), «Los mercados de derivados sobre deuda pública en España: marco institucional y funcionamiento», *Boletín Económico del Banco de España*, marzo.

MERCADO MINORISTA Y MERCADO DE DEUDA

Ignacio GARRIDO SANCHEZ

INTRODUCCION

El mercado español de deuda del Estado ha estado aquejado estos años de tres achaques que han dificultado su desarrollo y maduración, contrarrestando otras ventajas que con el tiempo se han mostrado cada vez más relevantes, como son la eficacia de los mecanismos de control y supervisión y, sobre todo, de compensación y liquidación. La negociación mayorista pudiera adscribirse a este capítulo de virtudes, aunque no sería difícil encontrar operadores que pondrían sus peros.

Aquellos achaques han sido básicamente la falta de liquidez, la volatilidad y el aislamiento efectivo que la fiscalidad y las incertidumbres sobre el tipo de cambio imponían en relación con la inversión de no residentes. De una manera o de otra, todos ellos están relacionados o tienen su origen en los mecanismos de distribución de la deuda hacia el inversor final; en la forma en que este inversor accedía a la deuda o, llegado el caso, salía de ella, y el coste de hacerlo.

MEDIDAS EN LA REGULACION Y EL AMBITO MAYORISTA

La falta de liquidez ha tenido múltiples causas, pero entre las principales pueden citarse el reducido importe nominal, en términos generales, de cada una de las referencias, la debilidad de la demanda final a los plazos originales de emisión de la deuda, la ausencia de mecanismos de cobertura y la unilateralidad o unanimidad de los operadores. El efecto de ciertas normas contables ha acrecentado el bloqueo que el mercado ha experimentado en los momentos de empeoramiento de las expectativas.

Consecuencia de la falta de liquidez y de la intensa transformación de plazos que las entidades de crédito, tomadoras a vencimiento de la deuda, se veían en la necesidad de hacer para financiar sus carteras ha sido el elevado grado de volatilidad que han mantenido los precios y los rendimientos en los mercados de deuda. Las expectativas sobre la evolución futura de los tipos de interés abrían, según los casos, posibilidades muy importantes de ganancias o de pérdidas de capital.

Por otra parte, recayendo la financiación de las carteras tan pesadamente sobre el corto plazo, y habiendo persistido una curva invertida de rendimientos durante todo el período —con pendientes, a veces, acusadísimo—, el mercado de deuda se ha visto contagiado de la volatilidad de los mercados de dinero. Todo ello en una época en que las magnitudes monetarias, y por tanto los procedimientos de control, han estado sometidos a incertidumbres y discontinuidades en su comportamiento, que han desdibujado la nitidez de los mensajes extraíbles por el mercado de la propia evolución de las magnitudes y de las acciones de las autoridades monetarias.

En los tres últimos años, se tomaron medidas encaminadas a fortalecer la liquidez del mercado tanto por parte del Tesoro como del Banco de España. El primero puso en práctica la agregación en una sola emisión de los valores a medio y largo plazo puestos en oferta y en circulación en meses sucesivos. Esta línea se ha mantenido, e incluso intensificado, tras la entrada en funcionamiento de los mercados de opciones y futuros, y más aún tras la importantísima presencia de los no residentes a partir de los primeros meses del año actual. Cabe suponer, en efecto, que una parte considerable de esta demanda exterior procede de

inversores institucionales que, en ausencia de circunstancias excepcionales y alarmantes, mantendrán la deuda hasta su vencimiento. De ser esto así, y en la medida en que la liquidez de cada emisión sea función del volumen que de la misma esté listo para ser transmitido en cada momento, ese apartamiento de una parte sensible del nominal en circulación aconsejaría elevar el capital en circulación hasta el entorno mínimo de 400-500 miles de millones; en particular, si la emisión en cuestión va a ser objeto indirecto de negociación a través de los mercados de opciones o de futuros.

El Banco de España, por su parte, dio carta de naturaleza a la figura del creador de mercado, entre cuyas actividades relevantes, a efectos de evaluación de su actividad, siempre ha figurado su actuación en el mercado secundario. Complementariamente, promovió la aparición de la operativa ciega en la negociación entre creadores y aspirantes a creadores. La importancia de la figura del creador de mercado ha dado pie a su regulación, con carácter general, por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de julio de 1991 (BOE de 27 de julio de 1991), mediante la que quedan coordinadas las actuaciones del Banco de España y del Tesoro público en este campo.

CUADRO N.º 1

INVERSIONES DE NO RESIDENTES EN DEUDA DEL ESTADO (Millones de pesetas)

Fecha declaración	Letras Tesoro	Deuda Estado	Saldo total
29/12/89	172.517	260.402	432.919
30/ 3/90	158.688	244.159	402.847
29/ 6/90	56.067	379.539	435.606
28/ 9/90	38.940	401.125	440.065
28/12/90	107.855	516.333	624.188
27/ 3/91	150.051	1.325.233	1.475.284
28/ 6/91	162.057	1.626.116	1.788.173
27/ 9/91	172.688	1.784.154	1.956.842
4/10/91	180.454	1.758.611	1.939.065
11/10/91	149.766	1.782.559	1.932.325
18/10/91	164.778	1.863.392	2.028.170
25/10/91	159.205	1.875.416	2.034.621
31/10/91	182.032	1.919.252	2.101.284
8/11/91	164.614	1.860.776	2.025.390
15/11/91	163.145	1.953.062	2.116.207

CUADRO N.º 2
EVOLUCION DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS FONDTESORO
(Millones de pesetas)

	FIM	FIAMM	Total
1990			
30 de octubre	1.768,6	3.955,8	5.724,4
1991			
8 de enero	10.350,1	16.207,1	26.557,2
27 de marzo	29.473,4	25.478,4	54.951,8
27 de junio	77.400,7	39.697,5	117.098,1
26 de septiembre	102.491,8	58.873,1	161.365,0
14 de noviembre	127.112,9	70.526,1	197.639,0

En el campo de la generación de mecanismos de cobertura, ha sido destacable la buena disposición y el apoyo que, en todo momento, las autoridades han prestado al desarrollo de los mercados de opciones y de futuros. Este apoyo no sólo se tradujo en facilitar, en su momento, el lanzamiento de aquéllos, sino también en modificar reglas de actuación propias, llegado el caso, para favorecer sus procesos de negociación y liquidación.

Finalmente, dentro de lo que podría denominarse adecuación normativa del mercado, a finales de 1990 se suprimió la sujeción a tributación en España de las rentas obtenidas de la inversión en Deuda por no residentes que no operen en España mediante establecimiento permanente, y que no sean residentes de un paraíso fiscal. Esta medida, añadida a la integración de la peseta en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo y al alto nivel de los tipos españoles, ha supuesto una incorporación de la deuda en pesetas a los mercados internacionales y a las carteras de grandes inversores institucionales extranjeros.

finalice el corriente año, así como a la difusión del mismo entre los potenciales y actuales tenedores de deuda.

Estas actuaciones del Tesoro en la distribución minorista de deuda están orientadas en dos direcciones preferentes: por una parte, promover la inversión institucional y, más en general, la inversión a largo plazo de los pequeños y medianos ahorradores; por otra parte, aumentar el grado de transparencia en este segmento del mercado. A la primera línea puede adscribirse predominantemente la promoción de los fondos de inversión, ya que no sólo transforman plazo de por sí, alargándolo en términos generales respecto al que sería predominante si los partícipes hubiesen realizado la inversión de manera individual y directa, sino que, por la garantía de liquidez que los fondos ofrecen, probablemente inducen en el inversor una actitud más favorable a la estabilidad de la inversión. Dicho de otro modo, los predisponen más en favor del concepto FIM, frente al concepto FIAMM, de lo que en otro caso hubiesen estado. La evolución, en el período de funcionamiento de los Fondtesoro, de los dos

tipos de fondos no desmiente esta hipótesis, aunque, probablemente, obedece en mayor medida a la evolución de las rentabilidades de uno y otro, que favorece también a los FIM.

Conviene aclarar aquí que, por positiva que haya sido la evolución de los fondos Fondtesoro (1), la verdadera finalidad que el Tesoro perseguía con su lanzamiento era la de provocar la difusión y el establecimiento de los fondos de inversión en general, como una alternativa comercialmente competitiva a los pasivos bancarios. Este proceso se está produciendo en la actualidad con una intensidad comparable a la que, en su momento, tuvo el lanzamiento de las supercuentas; pero, a diferencia de lo que pasó con aquéllas, es de esperar que los fondos permanezcan en lo sucesivo como un rasgo más del acercamiento del sistema financiero español a los sistemas financieros desarrollados, en los que estas instituciones tienen un peso relativo varias veces superior al que tienen en España. La evolución de las cifras apunta en esa dirección, y las características financieras y fiscales los configuran como un producto de perfiles propios, con una demanda potencial enorme. Parece ocioso reclamar para el Tesoro público el impulso básico inicial en el reciente *boom* de los fondos. Basta comparar la evolución de los patrimonios antes y después del lanzamiento de los Fondtesoro, y cómo la venta activa de los fondos por los grupos bancarios que hasta el momento se han implicado ha espoleado el crecimiento de sus propios fondos, para concluir que difícilmente se hubiera producido esta evolución sin la acción iniciada por el Tesoro público.

En la segunda línea, aumento de transparencia y de competencia, se inscribe la implantación de las cuentas directas y el apoyo a la creación de un mercado bursátil

MEDIDAS EN EL MERCADO MINORISTA

Simultáneamente a los desarrollos descritos, el Tesoro, solo o en colaboración con el Banco de España, tomó iniciativas o apoyó las tomadas por otros para favorecer la aparición de una demanda final a vencimiento dentro de España.

En esta estrategia, se enmarcan la promoción de los fondos de inversión Fondtesoro, mediante convenios firmados a tal efecto con determinadas entidades gestoras de instituciones de inversión colectiva, y la creación, junto con el Banco de España, de las cuentas directas. Lo mismo cabe decir del apoyo decidido a la creación de un mercado bursátil de deuda del Estado en anotaciones en cuenta, cuya entrada en funcionamiento se producirá antes de que

CUADRO N.º 3
FONDOS DE INVERSION MOBILIARIA PATRIMONIO
(Miles de millones)

	FIM	FIAMM	Total
1981	19,3	—	19,3
1985	142,8	—	142,8
1989			
Septiembre	513,3	270,9	784,2
Diciembre	540,6	329,2	869,8
1990			
Marzo	530,9	428,0	958,9
Junio	527,0	482,8	1.009,8
Septiembre	521,6	551,6	1.073,2
Diciembre	542,8	619,7	1.162,5
1991			
Marzo	658,8	800,3	1.459,1
Junio	1.001,0	1.105,3	2.106,3

CUADRO N.º 4

**CUENTAS DIRECTAS DE DEUDA DEL ESTADO
EN EL BANCO DE ESPAÑA**
(Millones de pesetas nominales)

	Pagarés	Letras	Bonos	Obligaciones	Total
1990					
Febrero	10,50	2.849,00	437,25	0,00	3.296,75
Marzo	22,50	20.400,00	2.515,28	3,87	22.941,65
Junio	131,00	62.554,00	9.148,36	48,61	71.881,97
Septiembre	213,50	104.529,00	14.805,32	193,64	119.741,46
Diciembre	302,00	147.172,00	18.081,01	207,70	165.762,71
1991					
Marzo	309,50	205.957,00	25.338,18	491,81	232.096,49
Junio	300,50	212.709,00	28.688,29	604,13	242.301,92
Septiembre	327,50	226.900,00	29.441,17	752,97	257.421,64

de deuda del Estado en anotaciones. Este último, además, puede influir favorablemente tanto sobre la tenencia de deuda a vencimiento como sobre la inversión a plazo medio o largo de los pequeños ahorradores, como consecuencia del fortalecimiento de la imagen de liquidez que la Bolsa proporciona, en términos generales, a los activos que en ella cotizan.

Las «cuentas directa» —es decir, las cuentas de deuda del Estado en anotaciones que el Banco de España mantiene como entidad gestora para terceros no financieros que no son titulares de cuentas en la Central de anotaciones— ofrecen un esquema de tenencia de deuda con bajos costes, pero a cambio de serias limitaciones operativas. Estas cuentas, en efecto, registran suscripción, mantenimiento y amortización de la deuda, pero no pueden efectuarse directamente en ellas operaciones de mercado secundario. Para ello, es requisito pre-

vio hacer un traspaso desde o hacia otra gestora, según se quiera adquirir deuda o venderla. Se comprende fácilmente que, en la mayoría de los casos, los fondos Fondtesoro son una alternativa ventajosa a estas cuentas directas, pero no siempre es así. Por otra parte, ciertos inversores tienen reservas personales acerca de la seguridad de lo que no sea directamente la deuda del Estado. El resultado es que estas cuentas continúan creciendo en su saldo, aunque hayan cedido en su ritmo de crecimiento.

Por lo que respecta al mercado bursátil de deuda del Estado en anotaciones, cabe decir que está en funcionamiento desde los primeros días de diciembre de 1991, como un ámbito específico de negociación, compensación y liquidación del mercado de deuda pública en anotaciones, al amparo de lo previsto en el artículo 7.º del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril (2). En un primer momento, la contratación se limita

a los bonos y obligaciones del Estado, y se desarrolla por medios electrónicos con el mismo soporte que se utiliza para la renta fija privada. Su gama de operaciones también es limitada de momento. Pueden realizarse operaciones de compraventa al contado solamente, por más que las entidades gestoras miembros del sistema bursátil puedan realizar, fuera del sistema de negociación bursátil, todas las operaciones que su *status* de entidad gestora con capacidad plena o restringida les permita.

A los efectos del mercado de deuda al por menor, el mercado bursátil ha de servir para establecer en todo instante un precio de referencia que refuerce los efectos de transparencia que derivarán de la actuación de los creadores de mercado, además de afectar favorablemente a la liquidez de los valores, según quedó expuesto más arriba.

Con todas estas medidas, se espera alcanzar un mercado en el que la negociación no desmerezca del grado de eficacia que, en los aspectos de negociación y liquidación, ha situado al mercado español de deuda entre los más eficientes del mundo.

NOTAS

(1) Los fondos de inversión Fondtesoro se regulan en la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 7 de junio de 1990 (BOE del 13 de junio de 1990).

(2) Texto modificado parcialmente por el Real Decreto 1.009/1991, de 21 de junio (BOE del 27 de junio de 1991).