

Las tendencias actuales de la Deuda Pública en España

JOSÉ LUIS NIETO GONZÁLEZ*
FRANCISCA J. GARCÍA MORENO**

En este trabajo se estudian los mercados de Deuda Pública en España, tanto desde un punto de vista histórico como sus recientes cambios y tendencias. Se tratarán además los distintos instrumentos de deuda existentes en la actualidad, así como sus formas de emisión y negociación. También es obligada la referencia a la Central de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado, que tiene una gran importancia en los mercados de deuda de nuestro país. Finalmente, se estudiará la rentabilidad de la Deuda Pública (Letras del Tesoro, Bonos y Obligaciones del Estado y REPOs). Por último, se expondrán las conclusiones acerca del comportamiento de la Deuda Pública española.

Palabras clave: Deuda Pública, letras del tesoro, obligaciones del Estado, bonos del Estado, deuda anotada, mercado primario, mercado secundario, España.

Clasificación JEL: H63.



COLABORACIONES

1. Los títulos de Deuda Pública en España

El mercado de Deuda Pública español está formado por un conjunto de mercados vinculados entre sí en los que se colocan —mercados primarios— y negocian —mercados secundarios— los activos financieros emitidos por las Administraciones Públicas y otros organismos públicos en general, y por el Tesoro en particular (1). El Tratado de Maastricht amplía esta definición al considerar Deuda Pública

todos los pasivos financieros contraídos por las Administraciones Públicas, lo que en España incluiría no sólo los de la Administración Central, sino también todos los de las administraciones autonómicas y locales (2).

Como posteriormente se analizará con mayor profundidad, estos mercados se caracterizan por la diversidad, ya que cuentan con distintos activos, formas de emisión, plazos de vencimiento, participantes y modalidades de negociación, los cuales han ido a su vez sufriendo cambios paulatinamente. Y es precisamente esta diversidad la que ha provocado que exista una gran dificultad a la hora de clasificarlos como mercados monetarios o de capitales, ya que poseen características de unos y de otros. Por ello, y a pesar del vencimiento a medio y largo plazo que muestran la mayoría de los títulos públicos (rasgos propios de los mercados de capitales), resulta más apropiado

* Departamento de Economía Aplicada. Universidad de Almería.

** Departamento de Dirección y Gestión de Empresas. Universidad de Almería.

(1) Esta definición se extrae de lo dispuesto en el Real Decreto Legislativo 1.091/1988, de 23 de septiembre (BOE de 29 de septiembre), que en el artículo 101 en su primer apartado establece que «La Deuda Pública podrá ser emitida o contraída por el Estado o por sus organismos autónomos, recibiendo en el primer caso la denominación de «Deuda de Estado», y en el segundo la de «Deuda de los organismos autónomos»». También el apartado segundo del mismo artículo dispone que la creación de la Deuda Pública, tanto del Estado como de los organismos autónomos, deberá ser autorizada por Ley.

(2) En este estudio nos centraremos en la deuda emitida por la Administración Central.

incluirlos como mercados monetarios debido a que poseen muchas características propias de éstos (3), como son la gran liquidez de la que gozan —dado el creciente desarrollo de sus mercados secundarios—, su bajo riesgo —derivado de la solvencia del emisor— y su uso por parte de nuestro Banco Central en la instrumentación de la política monetaria.

Una vez delimitado el ámbito de los mercados de Deuda Pública en nuestro país, resulta necesario pasar a continuación a exponer los instrumentos que existen actualmente en dichos mercados. Es norma general en la mayoría de los países de la OCDE el contar con distintos instrumentos que dominan todo el espectro de plazos, ya que van desde el muy corto plazo hasta el largo plazo. Concretando un poco más, podemos observar que en dichos países los instrumentos que nos encontramos pueden resumirse en los siguientes:

— Un instrumento a corto plazo, emitido al descuento y destinado a cubrir necesidades transitorias de tesorería.

— Uno o varios instrumentos negociables a medio-largo plazo, con vencimientos entre uno y diez años.

— Uno o varios instrumentos negociables a largo plazo, con vencimientos superiores a los diez años.

— Algunos países cuentan además con uno o varios instrumentos no negociables proyectados para inversores minoristas que tengan aversión al riesgo o para inversores institucionales.

Particularizando en el caso español, nos encontramos en la actualidad con tres instrumentos de Deuda Pública (4), que son las Letras del Tesoro, los Bonos y Obligaciones del Estado, el primero de los cuales lo emite el Banco de España y el resto la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. Todos ellos comparten una característica: son títulos representados en anotaciones en cuenta. A continuación, se analizan cada uno de ellos.

(3) Para un mayor conocimiento de este tipo de mercados, véase ORTEGA (1984: 316-317). Y si se quiere un estudio más detallado, véase VARELA (1984: 166-181).

(4) No hacemos referencia a los Certificados del Banco de España (CBEs) porque su saldo es residual y quedarán totalmente amortizados en septiembre de 2000.

Las Letras del Tesoro

Las Letras del Tesoro aparecieron con la Orden Ministerial de 11 de junio de 1987 (BOE de 13 de junio). Su origen se debió a la necesidad de cubrir, con algún instrumento del mercado monetario, el hueco que dejaron los Pagarés del Tesoro cuando se configuraron como instrumento especial para los defraudadores de impuestos. Las Letras se pueden definir como títulos de Deuda Pública emitidos al descuento, es decir, con rendimiento implícito, a plazos iguales o inferiores a dieciocho meses, con un valor nominal de 1.000 euros y materializados únicamente en anotaciones en cuenta. Sus rendimientos están exentos de retención a cuenta en los impuestos indirectos.

Como hemos señalado, existe un plazo máximo de vencimiento para las Letras, y cumpliendo con él, actualmente se emiten a los siguientes plazos: seis meses, doce meses y dieciocho meses. El tratamiento fiscal que tienen las de dieciocho meses es peculiar, ya que se consideran en el IRPF como renta irregular.

Por último, cabe mencionar las siguientes diferencias significativas entre las Letras a seis, doce y dieciocho meses: la primera es obvia y la encontramos en su plazo de vencimiento, establecido en 182, 364 y 545 días respectivamente. En segundo lugar, también difieren en cuanto al calendario de su emisión ya que, si bien siguen un calendario que anualmente publica la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF), las de seis meses se emiten en fechas distintas a las de doce y dieciocho meses. Por último, cabe citar que las de seis meses hasta hace poco no se emitían regularmente, sino en ocasiones concretas en las que el Tesoro necesitaba una vía adicional de financiación.

Los Bonos y las Obligaciones del Estado

Se agrupan en un mismo epígrafe a los Bonos y Obligaciones del Estado debido a que, como seguidamente se observará, muestran muchas características comunes. Ambos son títulos de renta fija, con pago de intereses anual, con un nominal unitario de 1.000 euros, amortizables normalmente a la par, y formalizados



COLABORACIONES

exclusivamente en anotaciones en cuenta. Los cupones anuales están sujetos a retención fiscal y las plusvalías que surgen de sus operaciones a vencimiento son tratadas como variaciones patrimoniales.

La diferencia que existe entre ambos títulos radica en su vencimiento, siendo los Bonos los emitidos con vencimiento entre dos y cinco años y las Obligaciones las emitidas con un plazo de amortización superior a cinco años. Actualmente, siguiendo esos intervalos de vencimiento, los Bonos se emiten a tres y cinco años, y las Obligaciones a diez, quince y treinta años (5). Además, cuentan con un calendario de emisión publicado anualmente por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

Para concluir, es obligado señalar que el Tesoro Público subasta desde el día 2 de julio de 1997, por primera vez, los llamados «bonos segregables», que son bonos en los que se puede segregar para su negociación el cupón y el principal del título (por ejemplo, un Bono a 3 años podría segregarse en 4 partes, uno por cada pago de cupón anual, y un cuarto por el principal), con la pretensión de dotar al mercado con instrumentos similares a los de otros países de la Unión Europea. Este producto, denominado *strip* (6), obvia-

(5) Las Obligaciones a treinta años nacieron por la Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 15 de diciembre de 1997. Su primera subasta se celebró el 7 de enero de 1998, y la periodicidad de las mismas es bimestral. La emisión de este nuevo instrumento es un paso más del gobierno en su intento de ampliar y flexibilizar los mercados de capital nacionales ante el aumento de la competencia que supone la llegada del euro. Además, no hemos de olvidar que otros países miembros de la Unión cuentan con emisiones de duraciones similares, dirigidas tanto a los pequeños ahorradores como a inversores institucionales, en especial a los fondos de pensiones.

(6) El Real Decreto 38/1997, de 17 de enero, introdujo como novedad la posibilidad de que el Ministerio de Economía y Hacienda pudiera emitir *strips* de Deuda Pública. Posteriormente los Reales Decretos 536/1997 y 537/1997, de 14 de abril, determinaron el régimen fiscal de este nuevo producto, y la Orden Ministerial de 19 de junio de 1997 autorizó la segregación del principal y de los cupones periódicos de determinadas emisiones de Bonos y Obligaciones del Estado. Además en la Resolución de 14 de noviembre de 1997 de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera se regula la figura de entidad autorizada para la segregación y reconstitución de valores de Deuda del Estado. Los *strips* se definen, en general, como valores derivados de la segregación —*stripping*— de los pagos por intereses y por principal de un instrumento de deuda, de manera que los nuevos valores puedan ser vendidos y negociados de forma independiente de este último. Para más información sobre los *strips* de Deuda Pública, véase F. J. VALERO: «Los *strips* de Deuda Pública», *Perspectivas del Sis-*

mente pasa a negociar en el mercado de Deuda Pública Anotada, y pretende «satisfacer las necesidades y preferencias de los inversores institucionales y diversificar y abaratar las fuentes de financiación del Estado», según la normativa publicada en el *BOE*.

La orden de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera que autoriza este nuevo instrumento de deuda «de gran relevancia para la financiación futura del Estado», establece que los títulos serán Bonos y Obligaciones a los que se podrán segregar los cupones y el principal. De esta forma, tanto cupones como principal podrán negociarse separadamente como valores con un rendimiento implícito y posteriormente podrán reconstituirse.

¿A qué plazos debe de emitir el tesoro la deuda?

Como se ha apuntado anteriormente, la deuda del Estado se emite a plazos entre seis meses y treinta años. Sin embargo, la elección de los instrumentos y los plazos no es sólo una decisión del Tesoro, sino que éste ha de adaptarse a las condiciones de demanda de títulos en cada momento. La emisión de deuda, por tanto, combina tres aspectos que determinan los plazos a los que se emiten los títulos del Tesoro:

- El diseño de una política de deuda estable, que ofrezca una gama adecuada de instrumentos y plazos a los inversores.

- Las expectativas que el Tesoro tenga sobre la evolución futura de los tipos de interés, buscando los plazos de emisión que resulten más interesantes para reducir el coste de los intereses que debe pagar. Hacer notar que, en palabras de los responsables de la Subdirección General del Tesoro y Política Financiera, «la caída de un punto en los tipos de interés de las Letras, Bonos y Obligaciones que emitimos supone un ahorro entre 120.000 y 140.000 millones de pesetas en el coste de la deuda».

tema Financiero, número 46, 1994, páginas 109-118 y I. IGLESIAS ARAÚZO: «Bonos segregables en el mercado español de Deuda Pública: Aspectos financieros y fiscales», número 6, junio de 1997, páginas 69-84.



COLABORACIONES

— El mercado, que goza de las características de ser abierto y competitivo.

La política de deuda que el Tesoro está siguiendo en los últimos tiempos puede definirse con una palabra: diversidad. Esto se observa en la amplia variedad de títulos que emite el Tesoro y que permiten una diversificación de sus fuentes de financiación. Siguiendo esta línea, se puede afirmar que cuanto mayor y más sofisticado sea el ahorro de las unidades familiares de nuestro país —los potenciales inversores—, mayor variedad de instrumentos y plazos podrá emitir el Tesoro. Obviamente, con una demanda adecuada, es relativamente sencilla la realización de una política de deuda que pretenda ampliar la gama de instrumentos.

Por otro lado, la entrada de España en la UEM está provocando un descenso de los tipos de interés a todos los plazos, lo que hará que el Tesoro se encuentre reacio a emitir títulos a plazos elevados, centrándose fundamentalmente en el corto plazo. Por el contrario, las familias pueden realizar este análisis desde un punto de vista opuesto al Tesoro ya que, ante una previsible bajada de los tipos de interés, buscarán el invertir en títulos públicos fundamentalmente a largo plazo.

Además, y continuando con el análisis de las evoluciones actuales de los tipos de interés, reducir el peso de la financiación a largo plazo puede ser, a juicio de muchos, recomendable. Sin embargo, ésto no se observa en las acciones del Tesoro que, como hemos citado anteriormente, ha estrenado recientemente una nueva obligación a 30 años, a un tipo de ligeramente superior al del resto de los instrumentos de deuda, lo que nos muestra que no sólo las expectativas sobre los tipos de interés determinan el perfil de vencimientos de los títulos del Tesoro.

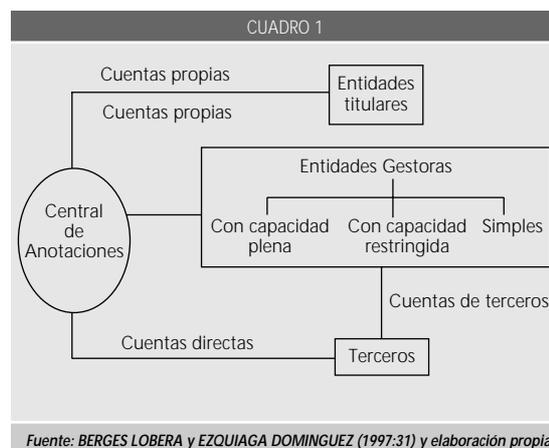
2. El sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado

El sistema de Anotaciones en Cuenta para la Deuda del Estado creado por el Real Decreto 505/1987 (7), constituye un procedimiento para la

(7) Real Decreto 505/1987, de 3 de abril (BOE de 14 de abril), por el que se crea el Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda

tenencia de valores emitidos por el Estado en el que se adquieren derechos frente al mismo asentados en una Central de Anotaciones cuya gestión es delegada por el emisor al Banco de España. Este sistema ha facilitado el establecimiento de unos esquemas modernos de contratación descentralizada, que han supuesto un cambio fundamental en los hábitos de financiación del Tesoro, ya que provocaron que se sentaran las bases para fomentar el desarrollo de un pujante mercado de valores, requisito imprescindible para la emisión masiva de deuda en condiciones de mercado. Además, y para una mayor agilidad del servicio, se establece un sistema de compensación y liquidación, que se encuentra centralizado en la propia Central de Anotaciones y estrechamente vinculado al Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (8).

A los miembros del mercado de Deuda Pública Anotada los podemos agrupar de la siguiente forma (Cuadro 1):



a) Titulares de Cuenta en nombre propio en la Central de Anotaciones del Banco de España: pueden adquirir tal condición aquellas entidades e intermediarios financieros autorizados (9), siempre que tengan unos recursos propios mínimos de 200 millones de pesetas. Su actuación en el mer-

de Estado, que en su artículo 1º señala que «La Deuda del Estado podrá estar representada, además de en títulos-valores, en Anotaciones en Cuenta en una Central de Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado.

(8) Como así se señala en la Norma 5ª de la Circular del Banco de España 5/1990, de 28 de marzo.

(9) Vienen establecidos en la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 31 de octubre de 1991 (BOE de 8 de noviembre).



COLABORACIONES

cado es necesariamente por cuenta propia, es decir, se prohíbe que actúen como *brokers*.

b) Entidades Gestoras autorizadas: la autorización la otorga el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España, y previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, entre las entidades que pertenezcan a alguna de las categorías establecidas en el artículo 6º apartado segundo del Real Decreto 505/1987 (10). Su misión será llevar las cuentas de quienes no estén autorizados directamente. Las entidades gestoras pueden ser de tres tipos:

— *Entidades Gestoras con capacidad plena*: son aquellas que pueden realizar con sus clientes todo tipo de operaciones autorizadas. Gozan de la categoría de Titulares de Cuenta, por lo que su actuación puede ser por cuenta propia y ajena. Se les exige un capital social desembolsado mínimo de 750 millones de pesetas, y un saldo mínimo de clientes de 20.000 millones.

— *Entidades Gestoras con capacidad restringida*: se limitan a actuar por cuenta de con sus clientes solamente en operaciones de compraventa simple —al contado o a plazo— y de compraventa con pacto de recompra. Pueden ser titulares de cuenta —en cuyo caso se les exige un capital social desembolsado mínimo de 750 millones de pesetas- o no serlo— y esa cifra ascendería a 150 millones. En este último caso, al no tener cuenta en la Central de Anotaciones, para operar necesitan de otra Entidad Gestora que sí tenga. Además se les exige un saldo mínimo de clientes de 1.000 millones de pesetas.

— *Entidades Gestoras simples* (11): no son Titulares de Cuenta, lo que hace que actúen únicamente por cuenta ajena, ofreciendo a sus clientes un servicio de mediación en la búsqueda de contrapartida.

(10) Las señaladas en dicho artículo son las siguientes: Sociedades y Agencias de Valores, Bancos, Cajas de Ahorro (incluida la CECA), Cooperativas de Crédito, Entidades Oficiales de Crédito y las ya desaparecidas Sociedades Mediadoras del Mercado de Dinero. Además, a partir de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de enero de 1990 (BOE de 25 de enero), el Banco de España goza de la condición de entidad gestora, lo que permite a personas físicas o jurídicas residentes en España suscribir y mantener en él saldos de Deuda Pública Anotada —Cuentas Directas—. Las Cuentas Directas se encuentran reguladas por la Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 8 de marzo de 1990 (BOE de 17 de marzo).

(11) Son meros intermediarios, por lo que su inclusión o no dentro de la categoría de Entidad Gestora puede ser discutible.

Además, en febrero de 1999 nace la figura del creador de mercado de Deuda Pública (12) en España, con la finalidad de favorecer la liquidez del mercado español de Deuda Pública así como de cooperar con la Dirección General del Tesoro Política Financiera en la difusión exterior e interior de la deuda del Estado.

3. Procedimientos de emisión de los títulos de Deuda Pública: el mercado primario

La emisión de los títulos de Deuda Pública está encomendada al Director General del Tesoro y Política Financiera. Los procedimientos de emisión que se establecen se basan en la premisa de que todos los agentes que deseen adquirir Deuda Puedan «competir» en igualdad de oportunidades. Los citados métodos de emisión han de revestir alguna de las siguientes formas (13):

— Mediante subasta competitiva, que puede ir seguida de un período de suscripción pública. Este procedimiento es común tanto para Letras como para Bonos y Obligaciones. En el caso de éstos últimos, el Tesoro realiza una serie de subastas del mismo activo en meses sucesivos hasta que el importe de la emisión se aproxime a los 10.000/15.000 millones de euros, garantizando, de este modo, la liquidez en el mercado secundario.

— Mediante oferta pública una vez fijadas todas las condiciones de la emisión, excepto, si se estima conveniente, el importe a emitir.

— Mediante métodos competitivos entre un número restringido de entidades autorizadas a

(12) Los Creadores de Mercado de Deuda Pública existentes en España en la actualidad son los siguientes: Banco Bilbao Vizcaya, Argentaria, Banco Popular, Banco Santander Central Hispano, Banesto, Bankinter, Barclays Bank Sucursal en España, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid, Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, Confederación Española de Cajas de Ahorros, Crédit Agricole Indosuez Sucursal en España, Bank of America International Ltd., Deutsche Bank A.G., Dresdner Bank A.G., Goldman Sachs International, J.P. Morgan, Merrill Lynch International y Salomon Brothers International Ltd..

(13) Enumeradas en el apartado 4.2 de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 17 de enero de 1995 (BOE de 20 de enero), por la que se dispone la creación de Deuda del Estado durante 1995 y Enero de 1996 y se delegan determinadas facultades en el Director General del Tesoro y Política Financiera.



COLABORACIONES

mediar en la colocación de valores que adquieran compromisos de aseguramiento de la emisión o de contrapartida en el mercado secundario.

Una vez señaladas las normas generales que se deben seguir en la emisión de títulos de Deuda Pública, vamos a particularizar dichos procedimientos para cada valor individualmente considerado (14):

a) Las Letras del Tesoro: Las formas de emisión contempladas para estos títulos son: subastas ordinarias, especiales o restringidas, oferta pública y apertura de un plazo breve tras las subastas para las peticiones de entidades autorizadas.

b) Los Bonos y las Obligaciones del Estado: Para estos títulos las formas de emisión son las mismas que las enumeradas para las Letras del Tesoro más la suscripción pública.

Vistas las formas de emisión que admite cada valor público, resulta necesario hablar de cada una de ellas:

1. *Subastas*: Las modalidades de subastas contempladas actualmente son las siguientes:

a) Subastas ordinarias: Al comienzo de cada año el Tesoro publica en el BOE el Calendario de subastas de cada uno de los instrumentos (Letras, Bonos y Obligaciones), correspondiente a cada uno de los meses del año al que esté referido, así como al mes de enero del año siguiente. El calendario contempla tanto las fechas de subasta, como las de presentación de peticiones y desembolso. Las subastas de Letras del Tesoro a 12 y 18 meses se celebran los miércoles cada dos semanas, mientras que las subastas de Letras a 6 meses, los miércoles cada 4 semanas. En el supuesto de que el miércoles de la semana que corresponda a la celebración de una subasta sea inhábil, ésta se celebrará el día hábil anterior. Por lo que respecta a los Bonos y Obligaciones (salvo las obligaciones a 15 y 30 años) se subastan una vez al mes, distinguiendo:

- Bonos a 5 años: Primer miércoles de cada mes. Si es festivo, se celebra el miércoles siguiente.
- Bonos a 3 años y Obligaciones a 10 años: Jueves siguiente a la subasta de Bonos a 5 años.

Finalmente, las Obligaciones a 15 y 30 años se subastan cada 2 meses, coincidiendo con el día de la subasta de Bonos a 5 años, y de forma alternativa; las Obligaciones a 15 años los meses de febrero, abril, junio, agosto, octubre y diciembre; y las Obligaciones a 30 años los meses de marzo, mayo, julio, septiembre, noviembre y enero de 2001.

b) Subastas especiales: Son las que con tal carácter, y fuera de la periodicidad mencionada para las ordinarias, se convoquen en las condiciones que en cada caso se determinen.

c) Subastas restringidas: Son subastas competitivas entre un número limitado de entidades autorizadas a mediar en la colocación de valores, que adquieren compromisos de asegurar la emisión o de contrapartida en el mercado secundario. Al margen de esta periodicidad establecida, pueden convocarse subastas especiales.

2. *Oferta pública*: Se realiza después de fijar todas las condiciones de la emisión, salvo, si se estima conveniente, el importe a emitir.

3. *Apertura de plazo breve tras las subastas para las peticiones de entidades autorizadas*. En este plazo las entidades que sean autorizadas al efecto, es decir, las que adquieran compromisos especiales con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera o con el Banco de España respecto a la deuda del Estado o por otras razones, pueden solicitar Deuda Pública de la misma emisión recién subastada, en las condiciones generales fijadas en la propia subasta. Las citadas solicitudes las resuelve la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

4. *Suscripción pública*. A este sistema, como hemos puntualizado anteriormente, solo tienen acceso los Bonos del Estado y las Obligaciones del Estado. Consiste en la apertura de un período de suscripción posterior a las subastas durante el cual cualquier persona física o jurídica podrá formular, bien directamente en el Banco de España, bien a través de algunas de las personas o entidades autorizadas (15), una o más peticiones de sus-

(15) Que vienen especificadas en el apartado 5.9.2 de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda del 17 de enero de 1995 (BOE 20 de enero).



COLABORACIONES

(14) Para ello nos remitimos a la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 25 de enero de 1996.

cripción por un importe nominal mínimo de 1.000 euros cada una. Las peticiones por importes superiores han de ser múltiplos de 1.000 euros. El valor nominal mínimo que puede negociarse es también de 1.000 euros.

Como ya hemos señalado, en cualquier subasta pueden darse dos tipos de peticiones:

1. *Peticiones no competitivas*: Son las que no indican el precio a pagar. El importe máximo conjunto de las peticiones no competitivas presentadas por cada postor no puede exceder de 200.000 euros. Del mismo modo, también tiene unos importes mínimos, que ya no depende del tipo de valor de que se trate como ocurría antes del 1 de enero de 1999 (que distinguíamos Letras del Tesoro a un año y dieciocho meses: un millón de pesetas; y Bonos y Obligaciones del Estado: 10.000 pesetas). En la actualidad este tipo de peticiones se pueden presentar en las subastas de cualquier tipo de valores excepto en las de Letras del Tesoro a seis meses. El importe mínimo de estas ofertas será de 1.000 euros tanto para subastas de Bonos y Obligaciones del Estado como para las de Letras del Tesoro a doce y dieciocho meses. Las peticiones por importes superiores deberán ser múltiplos enteros de dicho importe mínimo.

2. *Peticiones competitivas*: Son las que indican el precio a pagar. Al igual que en las anteriores, los importes mínimos están en función del título en particular, quedando de la siguiente forma:

- Para las Letras del Tesoro: a un año y dieciocho meses sería 1.000 euros, mientras que a seis meses sería 500.000 euros.

- Para los Bonos y Obligaciones del Estado: 5.000 euros.

Las peticiones que se realicen por importes superiores deben referirse a múltiplos enteros de 1.000 euros, excepto en el caso de las Letras a seis meses, en que las peticiones tendrán que ser múltiplo de 100.000 euros.

El procedimiento de resolución de la subasta también va a diferir, dependiendo de como sea la petición realizada:

a) *Peticiones no competitivas*: Se aceptarán en su totalidad, siempre y cuando haya sido aceptada alguna petición competitiva. El precio de adjudicación será el precio medio ponderado, redondeado por exceso a tres decimales.

b) *Peticiones competitivas*: El proceso a seguir en este tipo de ofertas, cronológicamente hablando, es el siguiente:

- Las peticiones competitivas se clasifican de mayor a menor precio ofrecido, siguiéndose obviamente la regla de que las de mayor precio ofrecido son las que más atractivo tienen para el Tesoro.

- El Subdirector General de la Deuda Pública de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera determinará el volumen nominal o efectivo que desea emitir, fijándose de esta forma el precio mínimo aceptado de esta clase de peticiones (precio marginal), y quedando automáticamente adjudicadas todas las peticiones cuyo precio ofrecido fuese mayor o igual que el mínimo aceptado, salvo que para dicho mínimo se decidiese limitar la adjudicación, en cuyo caso se realizaría un prorrateo. Las peticiones competitivas no aceptadas quedan fuera de la subasta.

- Se calcula el precio medio ponderado de las peticiones competitivas aceptadas, redondeando por exceso a tres decimales, de la siguiente forma:

$$PMP = \frac{\sum \text{Precio ofrecido} \times \text{Importe nominal}}{\text{Importe nominal adjudicado}}$$

- El precio a pagar por los valores correspondientes a las peticiones competitivas aceptadas sería:

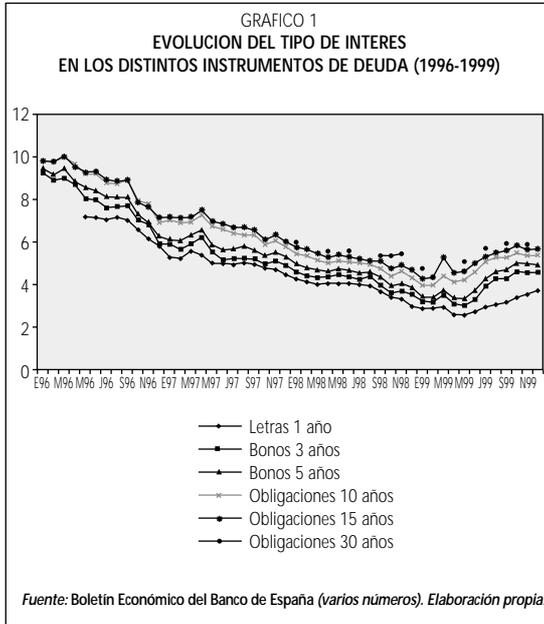
- El precio ofrecido, cuando éste fuese inferior al precio medio ponderado redondeado.

- El precio medio ponderado redondeado, cuando éste fuese menor o igual que el precio ofrecido.

Como se puede extraer del análisis del Gráfico 1, la evolución del tipo de interés ha experimentado un pronunciado descenso en los últimos años. Ello es debido fundamentalmente a la necesidad de adaptar nuestra Economía, en términos de tipos de interés, a las exigencias del Tratado de Maastricht, al objeto de ingresar en la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria. Además, y como es lógico,



COLABORACIONES



las diferencias en los tipos de interés entre los distintos instrumentos son consecuencia de su plazo de vencimiento, siendo los de mayor plazo los que presentan tipos de interés superiores.



COLABORACIONES

4. Procedimientos de negociación de los títulos de Deuda Pública: el mercado secundario

La necesidad de contar con un mercado secundario de Deuda Pública depende, en gran medida, del papel que en el mismo desempeñan las distintas categorías de inversores, de tal forma que si son los inversores particulares (el llamado segmento minorista) los que predominan, no es necesario que los valores públicos se negocien en un segmento específico, ya que se pueden canalizar a través de otros mercados secundarios, como por ejemplo la bolsa de valores. Pero si por el contrario son los inversores institucionales y gestores de cartera (el llamado segmento mayorista) los que mayoritariamente actúan en el mercado, el gran tamaño de las operaciones que se realizan hacen imprescindible el desarrollo de un mercado secundario específico que funcione de forma eficiente.

Dentro de esta doble posibilidad que existe, la mayoría de los países —incluyendo a España—

disponen de una estructura de mercado secundario de Deuda Pública articulada en dos niveles: mayorista y minorista. Pasamos a hablar de cada uno de ellos para el caso español:

1. *Mercado mayorista (por cuenta propia)*: En este mercado tenemos dos ámbitos de negociación:

- *Mercado «ciego» o primer escalón*: También es llamado sistema de cotización centralizada. En él se muestran cotizaciones en firme para determinados activos. Su funcionamiento sigue las siguientes pautas: los participantes en él —*dealers*— (son una treintena) cotizan precios de compra y de venta a través de una red informática que ofrecen los tres *brokers* especializados autorizados por el Banco de España —llamados también MEDAS (mediadores especializados en deuda anotada) o *brokers interdealers*—. Estos últimos ofrecen un sistema centralizado de información por pantalla donde se muestran, en cada momento, los mejores precios tanto de compra como de venta, lo que facilita que cualquier usuario de dicha red pueda fácilmente contratar las posiciones cotizadas vendiendo o comprando activos a los precios de pantalla. El tamaño mínimo de las operaciones es de 5 millones de euros. Los MEDAS no facilitan información sobre el *dealer* que proporciona cada cotización, preservando de esta forma el anonimato de las partes, por lo que también se les denomina *brokers ciegos*.

- *Sistema general de negociación o segundo escalón*: Es un sistema telefónico, donde los titulares realizan entre ellos operaciones, bien a través de un mediador (*broker*) que se encarga de poner en contacto a las partes, bien a través de una búsqueda directa de contrapartida. El soporte de este sistema es el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, que es gestionado por el Banco de España.

2. *Mercado minorista (por cuenta ajena)*: A través de este sistema de negociación se canalizan las operaciones entre las entidades gestoras y sus clientes. Es para el caso de los agentes que no son miembros del mercado, por lo que para realizar las operaciones necesitan canalizarlas a través de las entidades gestoras autorizadas. Este ámbito de negociación engloba tanto el mercado descentra-

lizado como las operaciones realizadas a través de la bolsa.

Además, como podremos comprobar posteriormente, la cotización de un título público en un mercado financiero depende fundamentalmente de la evolución de los tipos de interés, siguiéndose la regla de oro de los valores de renta fija, que dicta que la cotización de los títulos públicos evoluciona de forma inversa a los tipos de interés. Esto significa que cuando los tipos de interés suben, cae la cotización de las Letras del Tesoro, Bonos y Obligaciones del Estado, mientras que si los tipos de interés bajan, sube su cotización por encima del nivel inicialmente previsto.

La nota más destacada en la evolución de los mercados secundarios a lo largo de la presente década ha sido sin lugar a dudas el espectacular descenso en los tipos de interés. Esta evolución tiene un punto de inflexión en el año 1995, donde se observa una subida de los tipos, aunque prácticamente inapreciable, para volver a caer de nuevo en 1996 y de una forma más pronunciada en 1997. Esta caída de los tipos de interés está fundamentalmente debida a la espectacular caída de la inflación fruto de las exigencias del Tratado de Maastricht para el logro de la convergencia. Una vez lograda la convergencia, se aprecia de nuevo una tendencia alcista de los tipos de interés, debido fundamentalmente a influencias de los mercados extranjeros.

El Cuadro 2 y el Gráfico 2 muestran el volumen de deuda en circulación desde 1993 a 1999.

Por último, y para finalizar con el análisis de los mercados secundarios, no podríamos omitir el importante papel que juega la bolsa de valores en la negociación de los títulos públicos. La Deuda Pública Anotada cotiza de 9:00 a 16:00 horas en el sistema electrónico de contratación de renta fija, desarrollado por la Bolsa de Madrid, al que pueden acceder el resto de bolsas españolas, dotando así de gran liquidez a dichos valores.

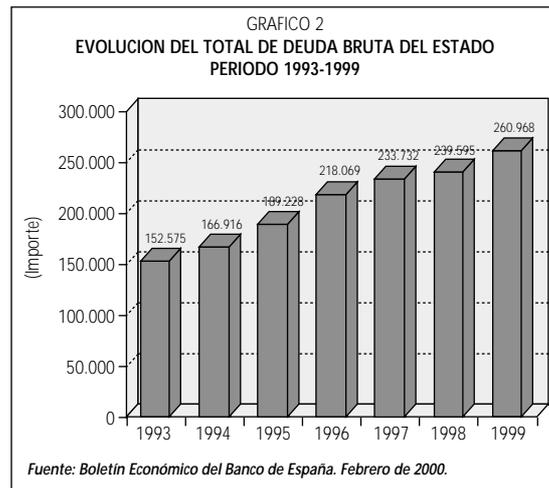
5. La rentabilidad de la Deuda Pública

Todos los valores del Tesoro son «valores de renta fija», o sea que generan una rentabilidad anual constante y conocida a priori, desde el

CUADRO 2
EVOLUCION DEL VOLUMEN DE DEUDA DEL ESTADO
EN CIRCULACION EN EL PERIODO 1993-1999
(En millones de euros)

Año	Letras del Tesoro	Bonos del Estado	Obligaciones del Estado	Total Deuda del Estado
1993.....	64.449	58.684	27.449	152.575
1994.....	70.394	60.466	34.062	166.916
1995.....	70.607	67.834	48.792	189.228
1996.....	80.550	75.470	60.053	218.069
1997.....	71.790	83.214	76.731	233.732
1998.....	59.754	78.141	99.702	239.595
1999.....	53.142	88.753	117.074	260.968

Fuente: Boletín estadístico del Banco de España. Febrero de 2000.



COLABORACIONES

momento de la compra, siempre que se mantengan hasta su vencimiento.

La manera de calcular la rentabilidad o rendimiento efectivo de una inversión en Deuda dependerá del tipo de valor adquirido. A continuación se distinguirá entre Letras del Tesoro, Obligaciones, Bonos y REPOs.

Letras del Tesoro

Se emiten al descuento, es decir por un precio inferior a los 1.000 euros que el Tesoro se compromete a devolver en el momento de su vencimiento (amortización). De modo que el capital invertido será el precio pagado por la Letra y los intereses que se obtienen serán la diferencia entre el precio de adquisición (Pa) y el que se obtenga cuando la Letra se venda o amortice (Pv = 1.000 euros).

Así pues, podemos calcular su rentabilidad:

$$i\% = \frac{P_v - P_a}{P_a} \times \frac{360}{t} \times 100$$

Siendo t = número de días que el inversor ha mantenido la Letra en su poder.

En el supuesto de que la Letra tenga un vencimiento superior a un año natural, emplearemos la capitalización compuesta de la siguiente manera:

$$i\% = \left(\left[\frac{Pv}{Pa} \right]^{\frac{360}{t}} - 1 \right) \times 100$$

Bonos y obligaciones del Estado

Se trata de valores que se emiten con un tipo de interés nominal anual (cupón), que se paga una vez al año (aunque a veces el primer cupón de cada emisión se percibe antes o después de que haya transcurrido el año). Se emiten a un precio que, dependiendo del mercado, puede coincidir con el nominal o no (1.000 euros).

A grandes rasgos podemos señalar que el cupón no constituye una buena medida de la rentabilidad que el bono proporciona a su propietario. En el caso de estas figuras, la rentabilidad suele hallarse mediante la tasa interna de rendimiento (TIR), que es el tipo de interés que garantiza la equivalencia financiera entre el capital invertido y el valor actualizado de los cobros que la inversión va a proporcionar en el futuro.

Siendo:

i = la rentabilidad anual,

Pa = el precio de adquisición (incluido el cupón corrido),

Pv = el precio de venta (o amortización),

N = el número de cupones desde la fecha de cálculo hasta la de vencimiento de la operación,

t = el número de días que transcurren desde la fecha de compra y la de venta,

C = el importe bruto de cada cupón,

t_j = los días entre la fecha valor y el vencimiento de cada cupón,

podemos hallar la rentabilidad de la siguiente manera:

$$Pa = Pv \left(1 + i \right)^{\left(-\frac{t}{360} \right)} + \sum_{j=1}^N C_j \left(1 + i \right)^{-\frac{t_j}{360}}$$

REPOs

En este tipo de operaciones (adquisiciones temporales de deuda o «repos») el comprador acuerda, en el momento de la compra, tanto el precio de adquisición como la fecha en que la entidad recomprará la deuda y el precio al que se realizará dicha recompra. Por tanto, el inversor puede conocer la rentabilidad desde el primer instante.

Veámoslo a través de un ejemplo concreto:

Sea una REPO pactada el 18 de octubre de 1998, con pacto de recompra a los 60 días, sobre una Letra del Tesoro. El precio acordado para la primera compraventa es de 914,2 euros y 918,1 euros para la segunda. La rentabilidad de esta operación la hallaríamos del siguiente modo:

$$914,2 \times \left(1 + i \times \frac{60}{360} \right) = 918,1$$

$$i = 2,56\%$$

6. Conclusiones

Los mercados españoles de Deuda Pública se han caracterizado por ser unos mercados muy dinámicos, ya que no ha habido tregua para el nacimiento de nuevos instrumentos y la desaparición de otros que perdían su razón de ser. Entre estos últimos cabe destacar los Bonos del Tesoro (con vigencia entre 1973-1982), los Certificados de Depósito del Banco de España (entre 1980-1982), los Certificados de Regulación Monetaria (entre 1982-1983) y los recientemente desaparecidos Pagarés del Tesoro (entre 1982-1992). En relación a los Pagarés, y dada la importancia que han venido desempeñando no sólo como instrumento de financiación del Estado sino también en la ejecución de la política monetaria, cabe señalar que eran títulos emitidos al descuento, con un vencimiento hasta dieciocho meses, representados en anotaciones en cuenta, con finalidad financiera y con un nominal de 500.000 pesetas. Su característica más importante es el trato favorable del que gozaban, traducido en una opacidad fiscal, ya que quedaban excluidos por completo tanto de retención como de medidas de control



COLABORACIONES

fiscal (16), privilegio que perdieron en 1991 (17). Esto hace que se facilite su canje en dicho año por la denominada «Deuda Pública Especial» (18), de tal forma que los Pagarés del Tesoro que se emitan a partir de Enero de 1992 no serían ya opacos fiscalmente (no se han emitido de hecho desde entonces).

Del mismo modo, y como ya hemos comentado anteriormente, entre los cambios más significativos de los últimos años tenemos la aparición de un inédito vencimiento de las Letras del Tesoro: *los dieciocho meses*. También, y quizás se trate de la innovación más importante, se ha podido contemplar el nacimiento de una nueva modalidad en los mercados de títulos públicos de nuestro país: los *strips* de deuda, lo cual nos equipara a los principales países europeos.

Además, los mercados de títulos públicos, tanto de emisión como de negociación, son muy sensibles a los acontecimientos de la economía, e incluso se pueden utilizar como un barómetro de su marcha, al traducirse los distintos movimientos de la misma en continuas variaciones de los tipos de interés.

En definitiva, lo que se trata de demostrar es que los mercados de deuda no son unos mercados estáticos, sino que su dinamismo se manifiesta en las continuas modificaciones que sufren en plazos muy cortos de tiempo. Además, su relación con el resto de los mercados financieros es muy estrecha, ya que es el punto de referencia de la mayoría de ellos.

Bibliografía

1. ALONSO BALLESTEROS, M. P. (1996): «El mercado de Deuda Pública (enero 1996)», *Actualidad Financiera*, número 2/1996, páginas 157-159.

(16) Véase la Ley 14/1985, de 29 de mayo (BOE de 30 de mayo), de régimen fiscal de determinados activos financieros.

(17) Con la Ley 18/1991, de 6 de junio (BOE de 7 de junio), del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

(18) Como así lo indica el artículo 3º de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 28 de junio de 1991 (BOE de 29 de junio), por la que se dispone la emisión por el Estado de Deuda Pública Especial, y complementada por la Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 8 de julio de 1991 (BOE de 11 de julio), la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 29 de octubre de 1991 (BOE de 31 de octubre) y la Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 31 de octubre de 1991 (BOE de 2 de noviembre).

2. BANCO DE ESPAÑA (1996): «La Central de Anotaciones y los mercados de Deuda Pública. Memoria de 1995», *Boletín Económico del Banco de España*, abril de 1996, páginas 109-122.
3. BANCO DE ESPAÑA (1997): «La Central de Anotaciones y los mercados de Deuda Pública. Memoria de 1996», *Boletín Económico del Banco de España*, marzo de 1997, páginas 61-74.
4. BANCO DE ESPAÑA (1998): «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1997», *Boletín Económico del Banco de España*, enero de 1998, páginas 79-88.
5. BANCO DE ESPAÑA (1999): *Boletín Económico del Banco de España*, mayo de 1999.
6. BERGES LOBERA, A. y EZQUIAGA DOMINGUEZ, I. (1997): *Los mercados monetarios y la Deuda Pública*, Madrid. Fundación Argentaria.
7. BIBLIOTECA DE TEXTOS LEGALES (1995): *Legislación sobre Deuda Pública*, Madrid. Ed. Tecnos.
8. Circular del Banco de España 12/1998, de 23 de diciembre (BOE 30 de diciembre), sobre redenominación de los Certificados del Banco de España.
9. CONTHE GUTIERREZ, M. (1994): «El mercado de Deuda Pública en perspectiva histórica», *Perspectivas del Sistema Financiero*, número 46, páginas 8-9.
10. DE LA ORDEN DE LA CRUZ, M. C. (1994): «Deuda pública internacional y sus derivados (I)», *Actualidad Financiera*, número 39/1994, páginas 893-912.
11. DE LA ORDEN DE LA CRUZ, M. C. (1994): «Deuda pública internacional y sus derivados (y II)», *Actualidad Financiera*, número 40/1994, páginas 913-933.
12. EZQUIAGA DOMINGUEZ, I. (1990): «Composición de la Deuda Pública y política de deuda», *Papeles de Economía Española*, número 44, páginas 164-183.
13. EZQUIAGA, I. y GOMEZ, I. (1994): «La política de deuda en 1994», *Perspectivas del Sistema Financiero*, número 46, páginas 10-13.
14. EZQUIAGA, I. y GOMEZ, I. (1994): «La Deuda Pública en España: Novedades y perspectivas», *Perspectivas del Sistema Financiero*, número 46, páginas 14-50.
15. EZQUIAGA, I. y FERRERO, A. (1999): *El mercado español de Deuda Pública en euros*, Escuela de Finanzas Aplicadas.
16. FERRER DELSO, F. (1994): «La financiación en divisas del Estado», *Revista de Economía ICE*, número 731, páginas 91-98.
17. GARCIA REBOLLAR, A. (1993): «Efectos de la crisis monetaria sobre los mercados de Deuda Pública», *Boletín Económico del ICE*, número 2.357, páginas 287-290.
18. GARCIA REBOLLAR, A. (1993): «Los mercados de deuda en 1993», *Dirección y progreso*, número 132, páginas 35-40.



COLABORACIONES

19. GONZALEZ IBAN, R. (1994): «Déficit público y nivel de deuda en el Tratado de la Unión Europea», *Revista de Economía ICE*, número 731, páginas 113-126.
20. HERNANDEZ GARCIA, G. (1994): «La organización del mercado español de Deuda Pública», *Revista de Economía ICE*, número 731, páginas 29-41.
21. IGLESIAS ARAUZO, I. (1997): «Bonos segregables en el mercado español de Deuda Pública: aspectos financieros y fiscales», *Actualidad Financiera*, número 6 (año II), páginas 69-84.
22. Ley 46/1998, de 17 de diciembre (*BOE* 18 de diciembre), sobre introducción del euro.
23. Orden de 27 de enero de 1999 (*BOE* 29 de enero), por la que se dispone la creación de Deuda del Estado durante 1999 y enero del año 2000 y se delegan determinadas facultades en el Director General del Tesoro y Política Financiera.
24. Orden de 10 de febrero de 1999 (*BOE* 13 de febrero), por la que se regula la figura de creador del mercado de Deuda Pública del Reino de España.
25. ORTEGA, R. (1984): «El mercado monetario: instituciones, activos y funcionamiento», *Papeles de Economía Española*, número 18, páginas 316-317.
26. Resolución de 14 de noviembre de 1997 (*BOE* 18 de noviembre), de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se regula la figura de entidad autorizada para la segregación y reconstitución de valores de Deuda del Estado.
27. Resolución de 1 de junio de 1998 (*BOE* 2 de junio), de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se dispone la emisión de Deuda del Estado en euros y se establece el procedimiento de emisión.
28. Resolución de 11 de febrero de 1999 (*BOE* 15 de febrero), de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se regula la figura de creador de mercado de Deuda Pública del Reino de España.
29. Resolución de 4 de marzo de 1999 (*BOE* 10 de marzo), de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se regula la figura de entidad negociante de Deuda Pública del Reino de España.
30. SANCHEZ, A. (1992): «El sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado. La memoria de la Central de Anotaciones», *Boletín Económico del Banco de España*, septiembre 1992, páginas 23-35.
31. VALERO, F. J. (1994): «Los strips de Deuda Pública», *Perspectivas del Sistema Financiero*, número 46, páginas 109-118.
32. VARELA, F. (1984): «El mercado monetario español: evolución y perspectivas», *Papeles de Economía Española*, número 19, páginas 166-181.



COLABORACIONES