

## «Deuda Pública de Euskadi»

*La Comunidad Autónoma del País Vasco ha desarrollado en su reciente historia una activa política de endeudamiento basada en la apelación directa a los mercados de valores. A la vista de ello, parece de interés hacer un análisis de lo que ha significado hasta la fecha la Deuda Pública de Euskadi, y reflexionar sobre todo aquello que puede incidir en su evolución futura. Este análisis se realiza desde una doble óptica, la del mercado primario y la del mercado secundario. Desde la óptica del mercado primario, la descripción de las emisiones se complementa con una serie de consideraciones sobre el nivel de endeudamiento y de la evolución de la carga financiera. Desde la óptica del mercado secundario el artículo se centra en el sistema de anotaciones en cuenta S.A.C y en el servicio de contrapartida que ha dispuesto el Gobierno Vasco para la Deuda Pública de Euskadi, para finalizar con una reflexión sobre las posibles mejoras a introducir en este mercado.*

Euskal Autonomi Elkartek zuzenean balore-merkatuetara jotzean oinarritutako zorpetze-politika bizi bat garatu du bere azken aldiko historian. Gauzak horrela, benetan interesgarria izango litzatekeela ematen du Euskadiko Zor Publikoak gaur egun arte zer suposatu duen aztertzea, eta horrek etorkizunean izan dezakeen eraginari buruzko gogoeta bat egitea. Horregatik, ikuspegi bikoitz batetik egiten da azterketa hau: lehen mailako merkatutik, alde batetik, eta bigarren mailako merkatutik, bestetik. Lehen mailako merkatuaren ikuspegitik begiratuta, zorpetze-mailari eta finantz kargaren eboluzioari buruzko gogoeta-sail batekin osatzen da jaulkipenen deskripzioa. Eta bigarren mailako merkatuaren ikuspegitik begiratuta, berriz, S.A.C. kontuko anotazioa-sisteman eta Eusko Jaurlaritzak Euskadiko Zor Publikoarentzat xedatu duen kontrapartidako zerbitzuan zentratzen da artikulua, azkenean merkatu honetan egin beharreko hobekuntza posibleei buruzko gogoeta batekin bukatzeko.

*The Autonomous Community of the Basque Country has developed an active policy of indebtedment based on direct participation in the stock exchange markets. In view of this, it seems necessary to analyse what Public Debt has meant in the Basque Country over the years and to reflect on every aspect that may affect its future development. This analysis is made from the two-fold point of view of the primary and the secondary markets. From the point of view of the primary market, the description of the stock is complemented by a series of considerations on the level of indebtedment and the evolution of the financial burden. From the optic of the secondary market, the article is centred on the S.A.C. book-entry system and on the clearing service which the Basque Government has established for the Basque Public Debt. The article concludes with some consideration on possible improvements to be introduced in the market.*

- 1. Introducción**
- 2. Mercado primario**
- 3. Mercado secundario**

Palabras clave: Productos financieros, deuda pública, mercado de valores.

Nº de clasificación JEL: G12, G13, H63

## **1. INTRODUCCIÓN**

El artículo que presentamos contempla la Deuda Pública de Euskadi desde una doble óptica, la del mercado primario y la del mercado secundario.

Desde la óptica del mercado primario, se inicia con un análisis de las características generales de la Deuda Pública de la Comunidad Autónoma del País Vasco a lo largo de las veintinueve emisiones que se han realizado desde Diciembre de 1981, fecha de la primera emisión, hasta nuestros días, completándose un volumen total de 285.000 millones de ptas. de deuda emitida y una deuda viva en la actualidad de casi 200.000 millones de ptas.

Esta descripción de las emisiones de la Comunidad Autónoma del País Vasco, se complementa con una serie de consideraciones sobre el nivel de endeudamiento y de la evolución de la carga financiera, resaltando el espectacular ritmo de crecimiento de esta

carga financiera principalmente en estos últimos años a partir de 1990.

Para completar el estudio de las emisiones de la Deuda Pública de Euskadi, el informe contiene una descripción de las recientes operaciones de apelación a los mercados de capitales por parte de las Diputaciones Forales de los tres Territorios Históricos y de otros entes institucionales como el Metro de Bilbao, con una previsión de que la apelación a los mercados de capitales por parte de todo el entramado institucional público vasco puede aumentar en forma considerable en los próximos años, a la vista de lo cual se señalan posibles criterios de actuación.

Desde la óptica del mercado secundario, antes de entrar a describir el mercado secundario de la Deuda Pública de Euskadi, se comentan, aunque sea brevemente, las características principales de los distintos mercados de renta fija a nivel estatal: el mercado de Deuda Pública estatal que se asienta

en la Central de Anotaciones del Banco de España, el mercado organizado de Renta Fija AIAF y los mercados bursátiles de Renta Fija.

El mercado secundario de la Deuda Pública de Euskadi tiene como uno de sus mecanismos principales, el sistema de anotaciones en cuenta S.A.C., regulado por el Decreto 329/1992 del Gobierno Vasco y cuyo servicio radica en la Sociedad Rectora de la Bolsa de Bilbao. El informe analiza su esquema operativo y el tipo de operaciones que se realizan así como el servicio de contrapartida que el Gobierno Vasco ha dispuesto para el mercado secundario de la Deuda Pública de Euskadi, para finalizar con una serie de consideraciones de posibles mejoras que puedan introducirse en este mercado secundario de la Deuda Pública de Euskadi.

## 2. MERCADO PRIMARIO

### 2.1. Emisiones de la Comunidad Autónoma del País Vasco

#### 2.1.1. *Características generales de la Deuda Pública de la C.A.P.V. y evolución de las emisiones*

La C.A.P.V. ha sido pionera a nivel estatal desarrollando, en su corta historia, una activa política de endeudamiento basada en una apelación directa a los mercados de valores.

Una serie de principios de actuación han guiado la actuación de la C.A.P.V. en relación con su endeudamiento público: ampliación de la gama de instrumentos de su Deuda Pública, reparto equilibrado de los vencimientos, coordinación del endeudamiento con la política económica, reducción del costo del endeudamiento e impulso de la eficiencia de los mercados secundarios de los valores emitidos.

El importe total de la deuda de la C.A.P.V. que se emite cada año se determina en la Ley de Presupuestos Generales de la Comunidad Autónoma. La Ley Orgánica de Financiación de las Comunidades Autónomas establece que la Deuda Pública de éstas gozará de los mismos beneficios y condiciones que la Deuda del Estado.

La primera emisión de Deuda Pública de la C.A.P.V. se realizó en Diciembre del año 81. Inicialmente, en el periodo 1981-85, había dos tipos de emisiones:

- Las emisiones institucionales destinadas a la cobertura del coeficiente de inversión en fondos públicos de las Cajas de Ahorro y en el de inversión obligatoria de las Cooperativas de Crédito (cuatro emisiones institucionales por un importe global de 16.489 millones de Ptas.).
- Las emisiones dirigidas a la suscripción pública, desgravables con deducción de inversiones al amparo de la normativa de IRPF vigente en aquellas épocas (seis emisiones desgravables con un importe global de 25.100 millones de Ptas.).

Los títulos emitidos por la C.A.P.V. que se han hecho más populares y han tenido una mayor acogida en los mercados han sido los "euskobonos", cuya primera emisión se llevó a cabo en Junio de 1986, habiéndose completado hasta la fecha un total de 15 emisiones con un importe global de 182.662 millones de Ptas. Señalemos las principales características de los "euskobonos":

- valores con nominal bajo (10.000 Ptas.).
- se ofertan al público en general, a través de las entidades financieras aseguradoras y colocadoras y apoyadas con importantes campañas de publicidad.

**Cuadro n.º 1. Endeudamiento de la C.A.P.V.**  
(Situación a 31-12-93)

(Millones de pesetas)

EMISIONES	FECHA EMISIÓN	TIPO DE INTERÉS	DEUDA EMITIDA	DEUDA AMORTIZ.	DEUDA VIVA	FECHA DE AMORTIZ.
E. Of. Pub., Desgravable	31.12.81	12,75%	5.250,000	5.250,000	0	1984,1985 (al 50%)
E. Institucional	30.09.82	13,00%	2.250,000	2.250,000	0	1987,1988,1989,1990 (al 25%)
E. Of. Pub., Desgravable	15.11.82	12,75%	4.000,000	4.000,000	0	1985,1987 (voluntad tenedor)
E. Institucional	30.09.83	13,00%	3.300,000	3.300,000	0	1988,1989,1990,1991 (al 25%)
E. Of. Pub., Desgravable	15.12.83	12,75%	3.000,000	3.000,000	0	1986
E. Institucional	29.09.84	13,00%	4.438,775	4.438,775	0	1989,1990,1991,1992 (al 25%)
E. Of. Pub., Desgravable	15.12.84	13,25%	3.200,000	3.200,000	0	1987
E. Institucional	31.08.85	12,75%	6.500,000	4.875,000	1.625	1990,1991,1992,1993 (al 25%)
E. Of. Pub., Desgravable	15.12.85	11,50%	5.000,000	5.000,000	0	1988
E. Of. Pub., Bonos	28.06.86	11,25%	6.000,000	6.000,000	0	1990,1991 (al 50%)
E. Of. Pub., Bonos	30.10.86	11,00%	4.000,000	4.000,000	0	1990,1991 (al 50%)
E. Of. Pub., Desgravable	15.12.86	9,50%	4.650,000	4.650,000	0	1989
E. Of. Pub., Bonos	23.11.87	12,50%	8.000,000	8.000,000	0	1991,1992 (al 50%)
E. Of. Pub., Bonos	09.07.88	11,25%	10.000,000	10.000,000	0	1992,1993 (al 50%)
E. Of. Pub., Bonos	28.12.88	11,25%	8.280,000	4.140,000	4.140	1992,1993 (al 50%)
E. Of. Pub., Bonos	19.07.89	12,25%	10.000,000	5.000,000	5.000	1993,1994 (al 50%)
E. Of. Pub., Bonos	23.12.89	12,75%	9.000,000	0,000	9.000	1993,1994 (al 50%)
E. Of. Pub., Bonos	13.07.90	13,80%	11.400,000	0,000	11.400	1994,1995 (al 50%)
E. Of. Pub., Bonos	25.10.90	14,25%	23.700,000	0,000	23.700	1994,1995 (al 50%)
E. Of. Pub., Bonos	02.07.91	12,30%	10.500,000	0,000	10.500	1995,1996 (al 50%)
E. Of. Pub., Bonos	20.12.91	11,40%	25.432,000	0,000	25.432	1995,1996 (al 50%)
E. Obligaciones	14.05.92	11,30%	13.500,000	0,000	13.500	2002
E. Of. Pub., Bonos	03.07.92	11,25%	10.000,000	0,000	10.000	1996,1997 (al 50%)
*E. Exterior, Oblig.	03.12.92	8,00%	14.456,000	0,000	14.456	2002
E. Of. Pub., Bonos	28.12.92	13,00%	13.850,000	0,000	13.850	1996,1997 (al 50%)
E. Obligaciones	04.06.93	11,40%	15.000,000	0,000	15.000	2003
E. Of. Pub., Bonos	20.07.93	10,50%	15.000,000	0,000	15.000	1998
**E. Ext. Obligad.	22.12.93	4,38%	18.500,000	0,000	18.500	1998
**E. Of. Pub., Bonos	29.12.93	8,15%	17.500,000	0,000	17.500	1998
<b>TOTAL EMISIONES C.A.P.V.</b>			<b>285.707</b>	<b>87.369</b>	<b>198.338</b>	

\* Importe emitido: 200 millones de marcos alemanes

\*\* Importes provisionales.

- con tipo de interés explícito, que se fija en cada momento según la situación de mercado.
- con amortizaciones en plazos de 4-5 años.
- con la garantía de la C.A.P.V.
- en la actualidad representada en anotaciones en cuenta.
- con liquidez a través de la cotización oficial en la Bolsa de Valores de Bilbao.
- con consideración de valores aptos a efectos de inversión de los coeficientes de las Sociedades de Garantía Recíproca, de las entidades de previsión social voluntaria y otras entidades similares.
- con determinados beneficios fiscales (reducción del 90% de la base imponible del impuesto sobre sucesiones y donaciones).

En la línea de impulsar la ampliación de la gama de instrumentos de su Deuda Pública, la C.A.P.V. ha introducido más recientemente dos novedades en su endeudamiento: las "euskobligaciones" y las "euroobligaciones".

La primera emisión de "euskobligaciones" se realizó en Mayo de 1.992 y hasta la fecha se han completado dos emisiones con un importe global de 28.500 millones de Ptas. Las "euskobligaciones" son valores diseñados para inversores institucionales (entidades financieras, compañías de seguros, entidades de previsión social). Tienen un valor nominal superior (1.000.000 Ptas.), con tipo de interés explícito y cupón anual, con amortizaciones en plazos de 10 años, con la garantía de la Comunidad Autónoma, representados mediante anotaciones en cuenta, con cotización oficial en la Bolsa de Valores de Bilbao y con consideración de valores aptos a efectos de inversión de determinadas instituciones (EPSVs, Fondos, Cías. de Seguros, ...).

Más recientemente, en Diciembre de 1992, la C.A.P.V. se estrenó con una emisión exterior en divisas, en forma de "euroobligaciones", con el avance cualitativo que ello supuso en el camino de la ampliación de la gama de instrumentos de endeudamiento de la C.A.P.V. La primera emisión se realizó en marcos, por importe de 200 millones de D.M.

Esta operación de apelación a los mercados exteriores planteó la necesidad de solicitar un rating, que fue realizado tanto por Standard & Poors como por Moody's Inverstors Service. Este rating igualó al que tenía el Reino de España y ha sido el máximo rating posible que puede obtener una Comunidad Autónoma. En este año 1993 la C.A.P.V. ha realizado una nueva incursión en los mercados internacionales con una emisión en francos suizos, por un importe de 200 millones de francos (aproximadamente 18.500 millones de pesetas), que se ha lanzado en el mes de Noviembre y que ha recibido de nuevo el mismo rating que el del Reino de España.

El recurso al endeudamiento en divisas lleva implícita, junto al avance en cuanto a ampliación de gama de instrumentos de Deuda, la pretensión de dar a conocer la imagen de Euskadi en los mercados internacionales y de intentar una reducción del coste del endeudamiento.

#### 2.1.2. **Consideraciones sobre el endeudamiento de la C.A.P.V. y de la evolución de su carga financiera**

El Cuadro n.º 2 contiene los datos relativos al endeudamiento de la CAPV en los años comprendidos entre 1982 y 1993, completándose con la previsión para el ejercicio 1994. De los datos de este cuadro podemos desprender las siguientes consideraciones:

Cuadro n.º 2. Evolución del endeudamiento de la C.A.P.V.

(Millones de pesetas)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	PREV. 1994
1. Emisión bruta	6.250	6.300	7.639	11.500	14.650	8.000	18.280	19.000	35.100	35.932	51.806	66.000	77.484
2. Amortización	—	—	2.625	4.000	3.000	6.387	6.388	7.147	9.122	12.560	15.875	20.265	27.050
3. Emisión neta	6.250	6.300	5.014	7.500	11.650	1.613	11.892	11.853	25.978	23.372	35.931	45.735	50.434
4. Deuda viva fin año	11.500	17.800	22.814	30.314	41.964	43.577	55.469	67.322	93.300	116.672	152.603	198.338	248.772
5. Presupuesto gral. C.A.P.V.	67.058	86.829	120.573	141.350	159.934	175.961	302.021	379.864	425.900	476.500	538.071	619.598	631.712
6. % Emisión bruta/pto.	9,3%	7,2%	6,3%	8,1%	9,2%	4,5%	6,0%	5,0%	8,2%	7,5%	9,6%	10,6%	12,3%
7. % Emisión neta/pto.	9,3%	7,2%	4,2%	5,3%	7,3%	0,9%	3,9%	3,1%	6,1%	4,9%	6,7%	7,4%	7,9%

Fuente: Dpto. Economía y Hacienda del Gobierno Vasco.

- En los niveles de emisiones brutas de la CAPV podemos distinguir una serie de etapas que se han ido recorriendo siempre en el sentido de aumentar considerablemente los niveles de emisión bruta; en los años 1982-83-84 los niveles anuales oscilaron en la banda de 6.000-7.000 millones; a partir del año 85 se superaron los 10.000 millones y se situó en una nueva banda de hasta 20.000 millones en que se mantuvo hasta el año 1989; a partir de los 90, se producen dos nuevos saltos cualitativos, primero hasta los 35.000 millones en los años 1990 y 1991 para superar los 50.000 millones en los años 1992 y 1993.
- En el Presupuesto de la C.A.P.V. presentado para 1994 se plantea una emisión bruta de 77.500 millones de pesetas.
- De ello se deduce una primera consideración de interés: la C.A.P.V. en su historia de los recientes doce años ha aumentado considerablemente su nivel de endeudamiento, con una deuda viva, al finalizar este año 1993, próxima a los 200.000 millones de pesetas. También es muy significativo el ritmo de crecimiento de esta deuda viva que prácticamente se ha duplicado en los últimos tres años: 93.300 millones de pesetas en 1990 frente a 198.338 millones de pesetas en 1993. Y serán 250.000 millones en 1994, según el presupuesto presentado.
- Comparando en términos relativos lo que significan las emisiones brutas y netas sobre los presupuestos generales de la C.A.P.V., se puede apreciar que dichos términos no son altos y tienen una cierta estabilidad (niveles en torno al 10% en las emisiones brutas y en torno al 7% en

las emisiones netas). Pero no hay que olvidar que la C.A.P.V. comenzó a funcionar de hecho a principios de la década de los ochenta y los presupuestos de la C.A.P.V. han ido creciendo en una progresión muy alta a lo largo de estos doce años, hasta superar en la actualidad los 600.000 millones de pesetas.

Por lo que respecta a la carga financiera de la C.A.P.V., las cifras recogidas en el Cuadro n.º 3 ponen de manifiesto las siguientes consideraciones:

- La carga financiera de la deuda ha seguido una evolución similar a la de la deuda viva de la C.A.P.V. Una primera fase con una carga financiera anual inferior a los 5.000 millones de Ptas., para superar este nivel en 1985 y sobrepasar los 10.000 millones en 1987, manteniéndose por debajo de los 20.000 millones/año hasta 1990. En el año 1991, la carga financiera de la deuda sufre un salto espectacular hasta los 24.000 millones y sigue creciendo para alcanzar los 30.000 millones en 1992 y los 40.000 millones en 1993.
- De nuevo señalar lo significativo del ritmo de crecimiento de esta carga financiera que se ha más que duplicado en los últimos tres años: 17.046 millones en 1990 frente a 40.263 millones en 1993. Y superará los 50.000 millones en 1994, según el presupuesto presentado.
- En términos relativos y en comparación con los Ingresos Corrientes contenidos en los Presupuestos anuales de la C.A.P.V., cabe señalar que lo que significa la carga financiera sobre los ingresos corrientes es relativamente bajo, muy lejos del límite del 25% establecido en el art. 14 de la LOFCA. Si ello es así, de nuevo conviene puntualizar también el

Cuadro n.º 3. Evolución de la carga financiera de la C.A.P.V.

	(Millones de pesetas)												
	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	PREV. 1994
1. Intereses	669	1.472	2.283	2.950	4.145	4.978	5.146	6.487	7.924	11.786	14.629	19.998	23.788
2. Amortizaciones	—	—	2.625	4.000	3.000	6.387	6.388	7.147	9.122	12.560	15.875	20.265	27.050
3. Carga financ. (1+2)	669	1.472	4.908	6.950	7.145	11.365	11.534	13.634	17.046	24.346	30.504	40.263	50.838
4. Ingresos ctes. de la CAPV	60.808	80.529	112.934	127.850	145.284	167.961	283.741	360.864	390.800	410.568	486.568	553.598	554.228
5. Carga financiera/ing. ctes.	1,1%	1,8%	4,3%	5,4%	4,9%	6,7%	4,1%	3,8%	4,4%	5,9%	6,3%	7,3%	9,2%

Fuente: Dpto. Economía y Hacienda del Gobierno Vasco.

Cuadro n.º 4. **Relación Deuda Viva/P.I.B. de la C.A.P.V.**

(Millones de pesetas)

Año	Deuda Viva	PIB a precios de mercado	% Deuda / P.I.B.
1982	11.500	1.401.852	0,82
1983	17.800	1.560.261	1,14
1984	22.814	1.749.053	1,30
1985	30.314	1.943.198	1,56
1986	41.964	2.158.893	1,94
1987	43.577	2.407.166	1,81
1988	55.469	2.708.062	2,04
1989	67.322	3.054.694	2,20
1990	93.300	3.332.191	2,80
1991	116.672	3.585.385	3,25
1992	152.603	3.778.996	4,04
1993 (PREV.)	198.338	3.933.934	5,04

Fuente: Nueva base 89-90-91 de las cuentas económicas del EUSTAT y elaboración propia

ritmo de crecimiento de este ratio, que de ser inferior al 5% en 1990 va a sobrepasar el 7% en 1993 y el 9% en lo previsto para 1994.

La relación de deuda viva de la C.A.P.V. con su P.I.B. sintetiza bien las dos consideraciones principales señaladas para el endeudamiento de la C.A.P.V. (Cuadro n.º 4):

- Su nivel absoluto, en términos asumibles en cuanto a tamaño de la deuda.
- Su importante tendencia al crecimiento, principalmente en los años 1990-1993.

## 2.2. Emisiones de las Diputaciones Forales y otros Entes Institucionales

Las Diputaciones Forales de los tres territorios históricos hasta fechas recientes presentaban unos balances presupuestarios que no requerían niveles

de endeudamiento significativos. La larga historia de los Pagarés Forales y sus efectos importantes en los ingresos de las Diputaciones y unos ejercicios de bonanza recaudatoria eran la base de tal situación. Pero la situación ha cambiado drásticamente en 1993 y será mucho más problemática en los ejercicios posteriores, si se mantienen los actuales niveles de gasto de nuestros entes forales.

En 1993, las Diputaciones Forales han acudido a operaciones de apelación a los mercados de capitales:

- La *Diputación Foral de Bizkaia* llevó a cabo su primera emisión de "bizkaibonos" en Junio 1993, por un importe de 10.000 millones ampliables a 15.000 millones. Para dicha emisión, la Diputación obtuvo una calificación de rating muy adecuada; en concreto, la agencia Moody's otorgó el rating Aa2 y la agencia Standar & Poor's - Iberating el AA, altas calificaciones que

responden a la sólida capacidad fiscal y financiera de la Diputación Foral.

Esta primera emisión de bizkaibonos fue abierta a suscripción pública e instrumentada en bonos al portador (nominal 100.000 ptas.), cupón explícito anual acorde con el mercado y amortización a los cinco años. Su régimen fiscal ha sido el ordinario para este tipo de valores con una retención del 25%.

Esta primera emisión de bizkaibonos ha sido admitida a negociación en el mercado organizado de renta fija A.I.A.R.

En el mes de Noviembre, la Diputación Foral de Bizkaia ha puesto en marcha una segunda emisión de bizkaibonos por un importe de 5.000 millones y con unas características muy similares a las de la primera emisión.

- La *Diputación Foral de Álava* ha puesto en marcha en Octubre de 1993 una emisión de bonos torales de 3.900 millones. Lo que caracteriza a esta emisión es la de haber sido una "colocación privada", dirigida a un grupo reducido de suscriptores, conforme a lo establecido en el art. 7.º - 1 del R.D. 291/1192 sobre emisiones de valores y O.P.Vs.

Al ser una "colocación privada", no es una oferta abierta al público ni requiere un folleto de emisión y tiene un handicap importante de no tener un mercado secundario organizado que garantice su liquidez.

Para el volumen de esta emisión, 3.900 millones, el handicap puede no tener tanta importancia, pero si la Diputación Foral de Álava va a necesitar aumentar considerablemente su endeudamiento en un futuro próximo, conviene considerar la vía

de ofertas públicas de venta y de cotización de las emisiones en mercados secundarios organizados.

Lo que sí ha conseguido la Diputación Foral de Álava es obtener una calificación de rating adecuada; en concreto, la agencia Moody's ha otorgado el rating Aa2 a esta emisión, calificación que responde a la sólida capacidad fiscal y financiera de la Diputación Foral.

Esta emisión, por su naturaleza, ha tenido todas las características de una emisión institucional: bonos simples al portador, nominal elevado (30 millones), cupones explícitos anuales acordes con el mercado, amortización a dos y tres años. Su régimen fiscal es el ordinario para este tipo de valores con una retención del 25%.

- La *Diputación Foral de Gipuzkoa* ha utilizado durante 1993 la vía de emitir pagarés torales a medida, plazos 6-12 meses, con el objeto de apoyar su tesorería. Ha anunciado la emisión de una oferta pública de bonos, por importe aproximado de 12.000 millones de pesetas para la próxima primavera de 1994.

En cuanto a otros *entes institucionales*, son todavía muy incipientes los pasos dados en la apelación directa a los mercados de capitales. Como ejemplo significativo vamos a comentar brevemente la primera *emisión de bonos del Consorcio de Transportes de Bizkaia*.

Esta primera emisión de Metrobonos se enmarca en la política de endeudamiento diseñada por el Consorcio de Transportes de Bizkaia, con el apoyo del Gobierno Vasco y de la Diputación Foral de Bizkaia, para abordar la construcción del Metro de Bilbao.

La emisión tuvo carácter de oferta pública de venta, con un importe de 12.000 millones, con una serie de bonos representados en anotaciones en cuenta (importe nominal de 100.000 ptas.), con un cupón fijo anual referenciado al mercado y con amortización a los cinco años.

La emisión estaba avalada de forma mancomunada por la C.A.P.V. y por la Diputación Foral de Bizkaia y ha sido admitida a cotización en la Bolsa de Bilbao, en cuyo servicio de anotaciones en cuenta se ha incorporado. Su régimen fiscal es el ordinario con la retención del 25% a cuenta de los rendimientos de capital mobiliario y su suscripción ha sido apta para la inversión de las provisiones técnicas de las Cías. de seguros, S.G.R., E.P.S.Vs, e instituciones de inversión colectiva.

Un colectivo de corporaciones locales que presenta una problemática muy importante de endeudamiento son los Ayuntamientos. Es pública la lucha institucional planteada ante el Gobierno Vasco y las Diputaciones Forales, con el objeto de aumentar su participación en los recursos financieros disponibles y cuyo reparto se decide a nivel del Consejo Vasco Finanzas.

La fuente de financiación tradicionalmente utilizada por los Ayuntamientos la han constituido los préstamos de entidades financieras, principalmente Cajas de Ahorros y Banco de Crédito Local. Si bien sus necesidades de financiación son muy grandes, en la actualidad sus posibilidades de apelación a los mercados de capitales son limitadas. La dimensión requerida nos lleva a plantear esta posibilidad para los

grandes Ayuntamientos, en concreto para los Ayuntamientos de las tres capitales vascas; ahora bien, su elevada carga financiera actual derivada de su endeudamiento histórico hace no muy atractiva la vía de acceso a los mercados de capitales. En relación al resto de Ayuntamientos, muy tímidamente se han planteado posibilidades de buscar instrumentos colectivos de apelación a los mercados de capitales. Las grandes dificultades que entraña la puesta en marcha de esta alternativa ha frenado la actuación por esta vía.

Ante la previsible evolución de las necesidades de endeudamiento tanto de las Diputaciones Forales de los tres territorios históricos, como de todo el entramado institucional público vasco, podemos posiblemente afirmar que su apelación a los mercados de capitales no ha hecho más que comenzar y que se alcanzarán probablemente unos niveles de emisiones muy altos en los próximos años. Si ello va a ser así, puede ser oportuno señalar la conveniencia de tener en cuenta determinados criterios de actuación:

- Coordinación de las emisiones de los distintos entes para su adecuado encaje en los mercados de capitales.
- Necesidad de disponer de "ratings" de deuda de las principales agencias calificadoras.
- Conveniencia de diseñar una estrategia de "oferta pública de venta" que hagan conocidas y apreciadas por los mercados estas emisiones.
- Necesidad de contar con un respaldo amplio por parte de las entidades financieras aseguradoras y colocadoras.

- Necesidad de incorporarse a mercados secundarios organizados que garanticen la liquidez de estas emisiones.
- Conveniencia de optimizar el trato fiscal a la vista de la capacidad normativa que el Concierto Económico ha otorgado a las Diputaciones Forales.

### 3. MERCADO SECUNDARIO

#### 3.1. Panorama del mercado secundario de Renta Fija a nivel estatal: Central de Anotaciones B.E., A.I.A.F. y Bolsas

Antes de entrar a describir el mercado secundario de la Deuda Pública de Euskadi, vamos a comentar, aunque sea brevemente, las características principales de los distintos mercados de renta fija a nivel estatal: el mercado de Deuda Pública estatal que se asienta en la Central de Anotaciones del Banco de España, el mercado organizado de Renta Fija A.I.A.F. y los mercados bursátiles de Renta Fija. Seguro que podemos obtener algunas reflexiones de interés de esta visión de conjunto.

#### ***Mercado de Deuda del Estado. Central de Anotaciones en cuenta del Banco de España.***

El R.D. 505/1987 dispuso la creación y posterior desarrollo del Sistema de Anotaciones en Cuenta para la Deuda del Estado, asentado en una Central de Anotaciones cuya gestión ha sido delegada al Banco de España. A través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (S.T.M.D.), las entidades autorizadas formalizan las peticiones de suscripción de Deuda Pública (mercado primario) y las correspondientes tanto a

las operaciones de intervención del Banco de España como a las negociadas en los mercados secundarios de deuda.

En el mercado de Deuda Pública anotada, junto a los valores emitidos por el Tesoro tienen cabida otras categorías de valores, emitidas en anotaciones en cuenta por las Comunidades Autónomas, u otras entidades y sociedades públicas y autorizadas por el Ministerio de Economía y Hacienda.

En su reciente historia, el mercado de Deuda Pública anotada ha ido adquiriendo niveles de dimensión y de actividad muy importantes, con lo que se ha transformado en el mercado de Renta Fija por excelencia. Ello ha sido vital ante la impresionante necesidad de endeudamiento del Tesoro, como la atestigua el saldo vivo de la Deuda emitida por el Estado que alcanzaba en Agosto de 1993 un importe muy próximo a los 23 billones de pesetas.

Para hacer frente a estas ingentes necesidades, el Tesoro se ha visto obligado a una apelación constante a los mercados de capitales vía subastas continuadas de diferentes instrumentos de deuda, tanto a corto (letras de tesoro a 3 meses, 6 meses y un año), como a largo plazo (bonos a tres y cinco años, obligaciones a 10 años). Junto a esta actividad en el mercado primario ha sido preciso desarrollar un eficaz mercado secundario que garantizase la liquidez de este inmenso mercado; y sin duda, ello se ha logrado gracias a los mecanismos establecidos en la Central de anotaciones del Banco de España.

Tanto en el año 1992 como en el año 1993, el mercado de Deuda anotada ha tenido una intensa actividad. Esta actividad ha estado asociada a las expectativas generadas en el mercado y en relación directa con las perspectivas de evolución de los tipos de interés. Es de destacar el papel primordial que, junto a

**Cuadro n.º 5. Saldos incorporados al sistema de anotaciones en cuenta de Deuda Pública.**

(Miles de Millones de pesetas)

	Pagarés del Tesoro	Letras del Tesoro	Deuda del Estado	Total Estado	Otras Admin. Públicas
Enero 1992	1.911	7.508	6.848	16.267	10
Diciembre 1992	732	9.789	7.964	18.485	15
Agosto 1993	-	9.194	12.776	21.970	176

Fuente: Boletín estadístico del Banco de España

las entidades financieras bancos y cajas, inversores no residentes y los fondos de han desarrollado en este

mercado los inversores no residentes y los fondos de inversión.

**Cuadro n.º 6. Operaciones realizadas en el mercado secundario de Deuda Pública en anotaciones.**

**Compraventas Simples al Contado (importes nominales)** (Miles de Millones de pesetas)

	Pagarés del Tesoro	Letras del Tesoro	Deuda del Estado	TOTAL
Año 1991	1.786	14.749	22.344	38.879
Año 1992	549	13.453	57.452	71.454
Año 1993 (*)	81	13.385	102.630	116.096

(\*) Hasta agosto.

**Compraventas con pacto de recompra a fecha fija (importes efectivos)**

(Miles de Millones de pesetas)

	Pagarés del Tesoro	Letras del Tesoro	Deuda del Estado	TOTAL
Año 1991 Año	31.282	220.087	106.542	357.911
1992 Año 1993	29.476	208.342	169.185	407.003
(*)	5.471	126.516	160.959	288.022

(\*) Hasta agosto.

Fuente: Boletín estadístico del Banco de España.

### ***Mercado de Renta Fija A.I.A.F.***

El mercado secundario organizado de valores de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, o mercado A.I.A.F. de Renta Fija, alcanzó el reconocimiento como mercado secundario organizado no oficial por Orden Ministerial de 1 de agosto de 1991 y como tal está bajo la supervisión de la C.N.M.V. Por Orden de 11 de mayo de 1993 se aprobó el nuevo reglamento del mercado de renta fija A.I.A.F.

El año 1992 fue el primer año completo del mercado A.I.A.F. de Renta Fija como mercado organizado. Inicialmente, fue diseñado para la negociación de pagarés de empresa y gradualmente han ido integrándose en el mercado A.I.A.F. los bonos matador, las cédulas hipotecarias, los bonos y obligaciones y muy recientemente los bonos derivados de la titularización hipotecaria.

El mercado A.I.A.F. de Renta Fija es un mercado fundamentalmente institucional, cuyos miembros son tanto las entidades financieras como las sociedades de valores. Los miembros pueden revestir el carácter de miembros en general y de miembros especializados, que pueden ser en las modalidades de negociación con sistemas de mediadores brokers especializados y en la de bonos matador. Uno de los objetivos de A.I.A.F. es la potenciación de la figura de creador de mercado.

Las emisiones que cotizan en el mercado de Renta Fija A.I.A.F. tienen un sistema de difusión de precios a través de un sistema normalizado de pantalla multicontribuida, se negocian telefónicamente y se liquidan a través de ESPACLEAR, actualmente en proceso de incorporación al Sistema general de Compensación y Liquidación de valores representados en anotaciones en cuenta.

El mercado de Renta Fija de la A.I.A.F. ha tenido un rápido desarrollo como lo

atestiguan tanto el volumen de emisiones admitidas a cotización como el volumen de negociación.

En cuanto a las emisiones admitidas, A.I.A.F. ha concentrado prácticamente la totalidad del mercado de pagarés de empresa, así como ha incorporado a un volumen importante de emisiones a medio y largo plazo, perteneciente a grandes emisores como el INI, Telefónica, Compañías Eléctricas, Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales.

La actividad en los bonos matador ha estado directamente influenciado por las turbulencias monetarias en el seno del S.M.E..

En lo que se refiere al volumen de negociación, al ser el mercado de Renta Fija de A.I.A.F. un mercado institucional, hay que señalar como una causa principal de la fuerte progresión la importancia alcanzada por los fondos de inversión, que sin duda son los principales inversores de Renta Fija.

### ***Mercados Bursátiles de Renta Fija***

La contratación efectiva de los mercados bursátiles de renta fija ha experimentado tasas de crecimiento importantes, tanto en 1992 como en 1993.

Como hechos novedosos a registrar en relación al mercado bursátil de renta fija, cabe señalar la puesta en marcha del mercado electrónico de renta fija gestionado por la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid y la puesta en marcha del S.A.C. para la Deuda Pública vasca por parte de la Bolsa de Bilbao; a esta última nos referiremos más extensamente en el próximo apartado de este informe.

En octubre de 1991 tuvo inicio el mercado electrónico de renta fija, gestionado por la Bolsa de Madrid, en el que se pueden realizar operaciones desde cualquiera de las cuatro bolsas gracias al sistema de

## Cuadro n.º 7. Mercado A.I.A.F. de Renta Fija.

**Saldos vivos admitidos a cotización**

(Miles de Millones de pesetas)

	1991	1992	1993 (*)
Cédulas, bonos y oblig.	179	683	886
Pagarés de empresa	634	483	883
Bonos matador	810	977	1.214
<b>TOTAL</b>	<b>1.623</b>	<b>2.143</b>	<b>2.983</b>

(\*) Hasta agosto.

**Negociación**

(Miles de Millones de pesetas)

	1991	1992	1993 (*)
Cédulas, bonos y oblig.	132	964	1.101
Pagarés de empresa	790	841	
Bonos matador	300	203	252
<b>TOTAL</b>	<b>1.222</b>	<b>2.008</b>	<b>1.354</b>

(\*) Hasta agosto.

Fuente: Memoria A.I.A.F.

interconexión informática. Los principios de actuación en este mercado son los siguientes:

- Los productos de renta fija admitidos a cotización en este mercado se negocian a través de un sistema electrónico de contratación por pantalla, similar al sistema CATS.
- Case automático de órdenes en pantalla, en base a un criterio de prioridad por mejor precio y orden de introducción.
- Negociación anónima y en base a precios "ex cupón".
- Procedimiento de compensación y liquidación por anotaciones en cuenta a través del S.C.L..

A lo largo de 1992 y 1993 se ha producido un proceso continuado de incorporación de referencias a este mercado electrónico. Una de las novedades de este mercado ha sido el comienzo, en febrero de 1992, de la contratación de Deuda Pública representada en anotaciones en cuenta; esta actividad viene encuadrada dentro del régimen bursátil de negociación, compensación y liquidación de operaciones sobre anotaciones en cuenta de Deuda Pública, autorizada por la O.M. de 16 de Enero de 1992.

En un principio únicamente se podían contratar las emisiones de Bonos y Obligaciones del Estado, produciéndose la incorporación al sistema electrónico

bursátil de las Letras del Tesoro en abril de 1993. El volumen de Deuda Pública contratado en el sistema electrónico bursátil durante 1992 se situó en 125.132 millones de ptas., no reflejándose hasta el momento el importante potencial de negociación de estos activos; ello se debe fundamentalmente al hecho de que los principales inversores de Deuda Pública son clientes no residentes e institucionales que acuden preferentemente al mercado mayorista que se desarrolla en torno a la Central de Anotaciones del Banco de España.

Con la incorporación de las Letras del Tesoro, activo ampliamente difundido, y la próxima incorporación de la operativa con

pacto de recompra (circular n.º 6 / 1993 de Banco de España), es muy probable que el volumen de contratación aumente de manera importante, si bien será necesario un periodo de tiempo para difundir al pequeño y mediano inversor la posibilidad de canalizar sus ahorros a través de este nuevo mercado bursátil.

Tal y como se deduce del Cuadro n.º 8, la actividad en la renta fija bursátil ha experimentado una evolución positiva. Ahora bien, esta actividad no ha afectado a todas las emisiones por igual; la actividad se ha concentrado más bien en un número reducido de emisiones (Estado, ICO, Eléctricas, INI) y un gran número emisiones han continuado

Cuadro n.º 8. **Renta Fija Bursátil.**

**Contratación (\*)**

(Miles de Millones de pesetas)

AÑO	MADRID	BILBAO	BARCELONA	VALENCIA	TOTAL
1991	507	54	52	8	621
1992	887	263	41	8	1.199
1993 (**)	791	281	58	4	1.134

(\*) Un sentido de la transacción, compras.

(\*\*) Hasta Septiembre.

Fuente: C.N.M.V. y Sociedades Rectoras.

**Capital admitido a cotización en 1992 (\*)**

(Miles de Millones de pesetas)

	MADRID	BILBAO	BARCELONA	VALENCIA
Inst. financieras	1.059	828	809	630
Empresas no financ.	2.132	2.097	2.040	1.777
Organismos internac.	857	241	68	—
TOTAL	4.048	3.166	2.917	2.407

(\*) Los datos de capital admitido deben tomarse con cautela, ya que los datos ofrecidos por las Bolsas son bastante imprecisos. No hemos incluido los datos relativos a Fondos Públicos por falta de homogeneidad en su presentación por los diferentes boletines de las Bolsas.

Fuente: Boletín de cotización de cada Bolsa

mostrando un reducido grado de liquidez, existiendo incluso bastantes emisiones que no registran ninguna operación; refiriéndonos a 1992, se estimaba que un 25% de las emisiones admitidas presentaban dicha situación.

Para paliar esta problemática de falta de liquidez, recientemente se ha iniciado en la Bolsa de Madrid una experiencia interesante que consiste en que un determinado miembro de la Bolsa ha suscrito con un emisor importante un contrato de “creador de mercado”.

El objeto del “creador de mercado” es el de dotar de la máxima liquidez a un conjunto de emisiones de un determinado emisor, comprometiéndose el miembro a cotizar de forma permanente precios de compra y venta y ofreciendo contrapartida a los inversores en todo momento. Los precios de compra y venta cotizados por el miembro estarán en función de las condiciones de mercado y tendrán un esquema de diferentes máximos, tanto entre compra y venta como en la relación a la rentabilidad de la Deuda Pública de plazos similares. Esta forma de actuar, muy típica y desarrollada en los mercados anglosajones, puede ser una forma adecuada para paliar la falta de liquidez de la que adolece una parte importante del mercado español de renta fija. Ya hemos mencionado el interés del mercado A.I.A.F. de Renta Fija de impulsar también esta figura de creador de mercado.

### **3.2. Mercado secundario de la Deuda Pública de Euskadi**

#### *3.2.1. Sistema de Anotaciones en Cuenta S.A.C.*

En los estudios previos que se realizaron sobre posibles líneas de actuación para “Bilbao Plaza Financiera”, ya se planteaba la alternativa de crear un mercado organizado, potenciando las posibles sinergias con la Bolsa de Bilbao, para la negociación de deuda

representada mediante anotaciones en cuenta y emitida por la Comunidad Autónoma Vasca, las Diputaciones Forales y otras sociedades y entidades públicas.

#### *Descripción Normativa:*

El Estatuto de Autonomía para el País Vasco, en su artículo décimo, reconoce la competencia exclusiva de la C.A.P.V. para el establecimiento y regulación de las Bolsas de Comercio y demás centros de contratación de mercancías y valores conforme a la legislación mercantil.

La Ley 24/1988 del mercado de valores, en su artículo 54, establece la posibilidad de las Comunidades Autónomas con competencia en la materia y con respecto a los valores admitidos a negociación en una sola Bolsa de Valores, dispongan la creación por la sociedad rectora de aquella de un servicio propio de llevanza del registro contable de valores representados por medio de anotaciones en cuenta y de su compensación y liquidación.

En base a ello, el Gobierno Vasco dictó el Decreto 392/1991 de 25 de junio, por el que dispuso la creación por la Sociedad Rectora de la Bolsa de Bilbao de un servicio propio de llevanza del Registro Contable de valores, representados por medio de anotaciones en cuenta y de su compensación y liquidación. En cumplimiento del citado mandato, la Sociedad Rectora de la Bolsa de Bilbao procedió a la creación del mencionado servicio y a la dotación de medios humanos y materiales para su efectiva prestación.

El citado Decreto, primero del Estado en su ámbito objetivo, hubo de esperar para su desarrollo pleno al dictado del Real Decreto 116/1992 de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio

de anotaciones en cuenta y transformación de los títulos valores en anotaciones en cuenta. Previamente, la propia Comunidad Autónoma dispuso la representación de los títulos conformadores de su endeudamiento mediante anotaciones en cuenta.

A través del Decreto 329/1992 de 9 de diciembre, el Gobierno Vasco reguló el Servicio de Anotaciones en Cuenta (S.A.C.) y de compensación y liquidación de la Bolsa de Bilbao.

*Esquema operativo:*

— Las funciones básicas del S.A.C. son el llevar el registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, siempre que se trate de valores admitidos únicamente a cotización en la Bolsa de Bilbao, así como el gestionar la compensación y liquidación de dichos valores. En la actualidad están en el S.A.C. los euskobonos y los metrobonos; es previsible que próximamente se vayan incorporando al S.A.C. otros valores representativos de renta fija de entidades de derecho público, con la condición de que su admisión a cotización sea exclusiva en la Bolsa de Bilbao.

— El modelo utilizado en el S.A.C. se basa en el esquema operativo del modelo de la Central de Anotaciones del Banco de España con un desarrollo de software muy parecido. Hay un Registro Central Contable con cuentas propias de entidades adheridas y cuentas de terceros a través de las entidades adheridas.

— Son entidades adheridas al S.A.C, las sociedades y agencias de valores miembros de la Bolsa de Bilbao, así como las entidades financieras (Bancos y Cajas de Ahorros) que han adquirido la condición de entidad adherida; esta condición se resuelve por el Departamento de Hacienda y Finanzas del Gobierno Vasco, previo informe favorable de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Bilbao.

— El mercado se circunscribe en su operativa actual al sistema tradicional de contratación de corro o en parquet, con un corro diferenciado en la contratación diaria de la Bolsa de Bilbao. A medio plazo, es posible el paso a un sistema de contratación mecanizada y electrónica, cuando el volumen lo requiera, al estar el sistema preparado para asumir dicha modalidad.

**Cuadro n.º 9. Volúmenes de Contratación en el S.A.C.**

(Millones de pesetas)

AÑO	Contratación S.A.C. Compras-Ventas (1)	Contratación Bolsa de Bilbao Compras-Ventas (2)	% (1) / (2)
1991	15.551	931.576	1,7
1992	459.342	1.264.829	36,3
1993 (*)	472.540	1.346.610	35,1

- La liquidación de las operaciones se realiza en D+1, en base a desarrollarse todo el proceso operativo (desgloses y estados de liquidación) en el mismo día. Asimismo, la liquidación de operaciones financieras (cupones y amortizaciones) se hace el propio día en función del saldo mantenido en cada cuenta, pudiendo cada entidad adherida llevar a cabo una consulta on line al estado de liquidación.

Tal y como se deriva de los datos de evolución de los volúmenes de contratación en el S.A.C., este mercado ha tenido una evolución muy significativa en su corta historia, representando en la actualidad en torno al 35% de la contratación total de la Bolsa de Bilbao (Cuadro n.º 9). Con ello ha contribuido de forma sustancial a transformar a la Bolsa de Bilbao en la segunda Bolsa de España, tras la Bolsa de Madrid y por delante de las Bolsas de Barcelona y Valencia (Cuadro n.º 10).

### 3.2.2. *Servicio de contrapartida y tipo de operaciones*

El Gobierno vasco ha dispuesto la creación de un servicio de contrapartida para la Deuda Pública de Euskadi en el mercado secundario. Este servicio se encarga de marcar las posiciones de compra y venta de títulos para el mercado minorista, dando contrapartida a las ofertas y demandas con el fin de que dichos títulos puedan circular con facilidad.

El capital admitido a cotización de Deuda Pública de Euskadi en pesetas nominales (deuda viva neta admitida a cotización) se eleva al 30.09.93 a 170.978 millones de pesetas. Como se deriva del Cuadro n.º 11, tanto el índice de frecuencia (n.º de días en que se ha contratado / n.º de sesiones totales),

como el índice de rotación (volumen contratado / capital admitido), tienen globalmente unos niveles bastante aceptables. El índice de frecuencia es del 100% ya que todos los días del año se han cruzado operaciones y el índice de rotación es creciente (2,63 veces en compras más ventas y 1,31 veces en un sólo sentido de la transacción, frente a aproximadamente 0,12 veces en 1992). Si efectuamos este mismo análisis individualmente, podríamos observar cómo la liquidez varía sustancialmente entre unas emisiones y otras.

Por emisiones las más contratadas en 1992 fueron la emisión de bonos de octubre de 1990 y la emisión de obligaciones de mayo de 1992. Por lo que se refiere a 1993, las emisiones más contratadas han sido la emisión de bonos de julio de 1990, la emisión de bonos de octubre de 1990 y la emisión de bonos de diciembre de 1991.

En el mercado secundario de la Deuda Pública de Euskadi podemos desglosar las operaciones en operaciones normales, operaciones autorizadas y operaciones especiales.

Las operaciones autorizadas son las que necesitan para su validez, bien por su precio o bien por su volumen, del visto bueno del Departamento de Supervisión. Las operaciones especiales son las operaciones de repo bursátil sobre Deuda Pública de Euskadi.

Uno de los problemas básicos con que se enfrentaba la Deuda Pública de Euskadi era su escasa movilidad en el mercado secundario, referida ésta a la dificultad técnica de realizar operaciones complejas (operaciones de dobles, repos, etc.). Esto se veía agravado con la existencia de un mercado sobre Deuda Pública del Estado administrado por la Central de Anotaciones del Banco de España, en el que las operaciones Repo, tanto por volumen como por

Cuadro n.º 10. **Volúmenes de Contratación total Bolsas españolas.****Compras+Ventas. Datos al 30 de septiembre de 1993** (Miles de Millones de pesetas)

	TOTAL CONTRATACIÓN	% CUOTA DE MERCADO
Bolsa de Madrid	8.849	80,6
Bolsa de Bilbao	1.346	12,3
Bolsa de Barcelona	705	6,4
Bolsa de Valencia	78	0,7
<b>TOTAL</b>	<b>10.978</b>	<b>100</b>

su especificidad se revelaron desde su inicio como auténticas dinamizadoras del mercado de Deuda, siendo profusamente utilizadas por las entidades financieras (teniendo en cuenta además la exención de coeficientes para el pasivo así captado por estas operaciones).

Uno de los objetivos que se pretendieron cubrir con la puesta en marcha del Servicio de Anotaciones en Cuenta de la Bolsa de Bilbao, fue el de posibilitar la realización de este tipo de operaciones singulares.

En estas operaciones de compraventa con pacto de recompra, el titular de los derechos los vende conviniendo con el

comprador simultáneamente la recompra de los derechos de la misma emisión y por igual valor nominal, en una fecha intermedia entre la de venta y la de amortización. Se trata por tanto de operaciones de contado y de compraventa desde el punto de vista jurídico.

La representación del activo financiero por medio de anotaciones en cuenta, facilita la instauración del repo bursátil, mediante el asiento simultáneo de las transferencias de valores en las cuentas del Sistema Central y de las contrapartidas correspondientes en las cuentas que cada entidad mantiene a tal fin.

El S.A.C. posibilita la inscripción de la

Cuadro n.º 11. **Deuda Pública de Euskadi: Capital admitido a cotización e índices** (del 1-01-93 al 30-09-93)

(Millones de pesetas)

Capital admitido nominal	Contratación nominal	Índice de frecuencia %	Índice de rotación
170.978	450.452	100	2,63

Fuente: Bilbao Plaza Financiera

Cuadro n.º 12. **Volumen de Contratación de Deuda Pública de Euskadi. Por emisiones (\*)**

EMISIONES	1992		ENERO-SEPT. 93	
	Millones pts.	% s/Total	Millones pts.	% s/Total
Septiembre 84	363	0,1	—	—
Agosto 85	2.042	0,9	614	0,2
Noviembre 87	1.206	0,5	—	—
Julio 88	581	0,2	63	—
Diciembre 88	1.055	0,4	382	0,1
Julio 89	6.763	2,9	6.692	2,3
Diciembre 89	1.036	0,4	6.741	2,3
Julio 90	2.341	1	27.016	9,3
Octubre 90	17.871	7,9	90.859	31,2
Julio 91	1.629	0,7	4.270	1,5
Diciembre 91	2.907	1,4	103.870	35,7
Mayo 92	183.285	80,9	3.888	1,3
Julio 92	5.845	2,7	19.566	6,7
Diciembre 92	—	—	4.854	1,7
Junio 93	—	—	6.131	2,1
Julio 93	—	—	16.176	5,6

(\*) Un sentido de transacción, compras.  
Fuente: Bilbao Plaza Financiera

operación en los registros que el miembro del mercado presenta como operación especial, por importe siempre superior a 50 millones de ptas., ya que la articulación de las operaciones pasa por calificarlas como especiales.

Por otra parte, con el fin de garantizar la coherencia de los registros individualizados de las entidades adheridas con los saldos agregados de terceros comunicados al S.A.C. y facilitar la supervisión del sistema, dichas entidades comunican, en la periodicidad establecida y a través de la cinta de terceros, las operaciones realizadas.

### 3.3. Consideraciones de posibles mejoras para el mercado secundario de la Deuda Pública de Euskadi

Tal y como se ha comentado en el apartado anterior, el Gobierno Vasco ha dispuesto la existencia de un servicio de contrapartida para la Deuda Pública de Euskadi. Hasta la fecha, este servicio de contrapartida ha funcionado como tal en un mercado secundario fundamentalmente minorista y de inversor particular. Inclusive las propias normas de contratación que existen en la actualidad

para el mercado secundario de la Deuda Pública Vasca, son normas de contratación diseñadas para la inversión de menudeo.

Ahora bien, al igual que en otros mercados de renta fija, en el mercado de Deuda Pública de Euskadi se está produciendo una transformación progresiva pasando de ser un mercado minorista a ser un mercado más institucional (entidades financieras, fondos de inversión, fondos de pensiones, EPSVs, Cías de Seguros, ...). Y es absolutamente necesario acomodar los esquemas de actuación del mercado secundario de la Deuda Pública de Euskadi a los requerimientos de estos inversores institucionales, de quienes depende en definitiva la potencial colocación de dicha deuda en el futuro.

Desde el punto de vista del inversor institucional, hay algunas consideraciones que conviene realizar en relación con el mercado secundario de la Deuda Pública de Euskadi:

- Dada la configuración actual de este mercado secundario, el grado de liquidez que se obtiene puede ser insuficiente para los requerimientos del inversor institucional.
- Muy posiblemente, la actual contrapartida puede no alcanzar el nivel requerido por el inversor institucional.
- Al obedecer a un contexto diferente, el propio sistema y las normas de contratación pueden no ser las idóneas para el inversor institucional.
- Sin duda, se da a menudo una excesiva volatilidad de la evolución de los precios con una disparidad de rentabilidades en relación con la Deuda Pública del Estado de similares características, que aminora el interés del inversor institucional por este mercado.

En la línea de exponer diferentes consideraciones para la mejora de la

situación actual para con el inversor institucional, podemos señalar las siguientes posibles líneas de actuación:

- Estudiar un esquema de contrapartida más amplio y con mayores recursos que los actuales con el fin de poder hacer frente a las necesidades de los inversores institucionales.
- Considerar una posible revisión de las normas de contratación que tengan en consideración las diferencias existentes entre el mercado institucional y el mercado minorista.
- Estudiar la posibilidad de implementar un sistema de fijación de precios, con unos precios de compra y de venta con un spread determinado en función de los precios de la Deuda del Estado.
- Considerar una posible ampliación de la difusión de información de este mercado.
- Estudiar el posible establecimiento de la figura de "creador de mercado" o "market maker" a fin de dotar de la máxima liquidez a este mercado. Estos creadores de mercado se comprometen a cotizar de forma permanente precios de compra y de venta y ofrecen contrapartida a los inversores en todo momento. Dichos precios de compra y venta estarán en función de las condiciones de mercado y tendrán un esquema de diferenciales, tanto entre compra y venta como en relación a la rentabilidad de la Deuda Pública de plazos similares.

Con estas posibles mejoras se atenderían mejor los requerimientos de los inversores institucionales, completándose el actual servicio de contrapartida que funciona con toda normalidad en el mercado de menudeo y de inversión particular.