



DEUDA

JULIO DE 1858

MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA PUBLICA

3

MADRID 18 DE JULIO DE 1858.

El Contador general

OR GENERAL PRESIDENTE
TA DE LA DEUDA PUBLICA.

3.1. PRINCIPALES TENDENCIAS DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE DEUDA EN 2001

Los mercados de deuda soberana siguen presentando las mismas tendencias que se acentuaron a partir de la introducción del euro. Dentro de estas tendencias, destaca el desarrollo de plataformas de negociación electrónica que permiten incrementar el número de operaciones disminuyendo el coste de las mismas. Esta tendencia a la racionalización y al intento de aprovechar las economías de escala se pone también de manifiesto en los intentos de homogeneizar, armonizar e incluso integrar los procedimientos y los sistemas que se encargan de llevar a cabo todas las operaciones que suceden a la negociación, esto es, aquéllas que se refieren al registro, la compensación y la liquidación de valores. Además, en el entorno dinámico de los mercados de Deuda en el que los productos están estandarizados y en los que la negociación tiende a realizarse electrónicamente, cobra cada día más importancia competitiva el atributo de la liquidez. Concretamente, dentro del área del euro, eliminado el riesgo de cambio y reducida la dispersión de las calificaciones crediticias, los inversores otorgan a la liquidez de los distintos mercados cada vez mayor importancia relativa.

Se mantienen las tendencias

En primer lugar, cabe destacar la consolidación de las plataformas de negociación electrónicas. Estas plataformas ofrecen a los inversores institucionales una vía para negociar de manera ágil y barata; a la vez, la gran transparencia de estos mercados y los compromisos de cotización que asumen las entidades que actúan en ellas confiere a los valores de Deuda una liquidez muy elevada. En este sentido es muy probable que, una vez se superen las consecuencias de la sobre-reacción generada por el pinchazo de la burbuja especulativa que afectó negativamente a todos los proyectos relacionados con las nuevas tecnologías, se profundice en el desarrollo del "segundo nivel" de la negociación electrónica, esto es, el referido a la negociación entre los negociantes mayoristas que interactúan en las grandes plataformas y sus clientes-inversores finales.

Auge de la negociación electrónica

En el ámbito paneuropeo, la hegemonía en el segmento de negociación mayorista corresponde a EuroMTS, mercado en el que se negocian las principales referencias de los Tesoros comunitarios. En los últimos años, el peso del modelo MTS (nacido a partir del mercado electrónico italiano) ha aumentado al crearse plataformas de negociación específicas para negociar la deuda de Francia, Bélgica, Portugal, de los Países Bajos e incluso de Japón. Otras plataformas, como BrokerTec, están teniendo más éxito en determinados nichos de mercado, tales como la negociación de "repos."

En los mercados paneuropeos

La Deuda española, por su parte, se negocia principalmente en la plataforma de Senaf, creada en 1999 a partir de la unión de los cuatro "brokers ciegos" españoles. En febrero de 2001 Senaf fue autorizado para operar como sistema organizado de negociación, de acuerdo con un modelo regulatorio que le confiere gran flexibilidad. La plataforma ha pasado a formar parte de un mismo grupo societario junto con los mercados de MEFF y AIAF. Como se verá, Senaf ha contribuido a dar gran liquidez a la Deuda española y en 2002 pretende seguir esta vía creando una plataforma de negociación de Letras y de "repos" (simultáneas).

Y en el doméstico español

Las tendencias en el ámbito de la compensación y liquidación de valores también apuntan hacia la internacionalización de los mercados. Las alianzas, las fusiones y las interconexiones entre los sistemas nacionales se han extendido para facilitar la negociación en todos los mercados de la Eurozona. En España la interconexión de la Central de Anotaciones del Banco de España con los principales sistemas europeos e internacionales (SICOVAM, CLEARSTREAM, MONTE TITOLI, EUROCLEAR) vendrá seguida, cuando se apruebe el Proyecto de Ley Financiera, por un proceso que deberá culminar en la consolidación de la Central de Anotaciones y el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores en un solo sistema (Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, o "Sociedad de Sistemas" en la denominación de la Ley) que permita aprovechar las claras sinergias existentes.

Acompañada de la consolidación e interconexión de la compensación y liquidación

Más liquidez de la Deuda española... En relación con la liquidez, el Tesoro pretende seguir fomentando la liquidez y profundidad del mercado, manteniendo su compromiso de asegurar que las referencias alcancen un volumen adecuado (en torno a 11.000 ó 12.000 millones de euros), recurriendo para ello a la emisión de varios tramos de una misma referencia. Para evitar que este compromiso pueda ir contra objetivos generales relativos a la estructura de la cartera, como puede ser el del mantenimiento de la duración dentro de un rango determinado, el Tesoro pretende recurrir a operaciones de permuta financiera de tipos de interés (*swaps*) para poder alterar esas características de su pasivo sin tener que modificar sus emisiones.

...con la colaboración de los creadores de mercado Además del compromiso del Tesoro en el mercado primario, los creadores de mercado, entidades que asumen un compromiso de favorecer la liquidez y fomentar la difusión de la Deuda Pública española, juegan un papel básico para asegurar el atractivo del mercado. Durante 2002 entrará en vigor una nueva regulación de dicha figura de los creadores de mercado que continúa con la tendencia iniciada hace un par de años y pretende hacer que el mercado secundario español siga siendo uno de los más líquidos y eficientes de Europa.

3.2. NEGOCIACIÓN EN LOS MERCADOS DE DEUDA DEL ESTADO

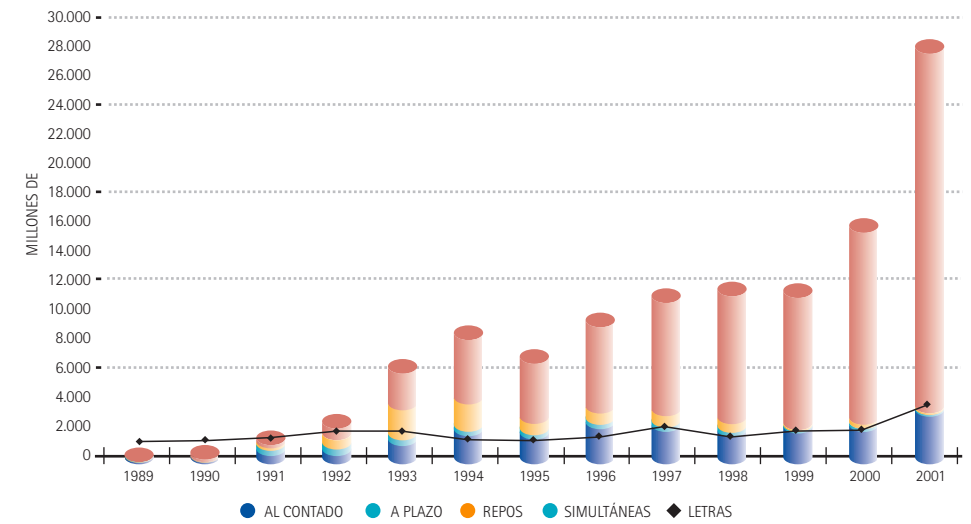
3.2.1. NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA EN 2001

Fuerte aumento de la negociación de Deuda del Estado... La negociación de la Deuda del Estado ha acelerado en 2001 la tendencia creciente que mantiene desde 1989, al registrarse una media diaria de negociación casi un 80% superior a la de 2000. El volumen total negociado en los mercados de Deuda del Estado en 2001, incluyendo Letras, y considerando operaciones simples y dobles, ascendió a 18,5 billones de euros.

...en todos sus componentes Como se detallará en esta sección, el espectacular incremento de la negociación que se produjo durante 2001 afectó tanto a las Letras como a los Bonos y Obligaciones, pero fue bastante más acusado en estos últimos instrumentos. Por tipo de operaciones destacó el incremento de las operaciones dobles, que en 2001 supusieron algo más del 85% de lo negociado diariamente; dentro de estas operaciones dobles destacaron particularmente las simultáneas, frente a las operaciones de "repo" gracias a su mayor flexibilidad. En este área, las subastas de liquidez del Tesoro, que se articulan sobre operaciones con pacto de recompra a un día, han podido impulsar la negociación. Por tipo de entidades, resalta el aumento de la negociación entre "titulares de cuenta". En cuanto a la negociación por tipo de instrumento, los *benchmark* a 10 años han sido los más activos. La gran atracción de este punto de la curva se debe en parte a la existencia de un mercado de futuros a este plazo. Además, los inversores no residentes, como se verá más adelante, concentran su interés en los valores más líquidos. Una muestra más de que en el actual mercado de renta fija la liquidez es primordial.

La media diaria de negociación de Bonos y Obligaciones ha alcanzado 27.945 millones de euros, un 78% más que en 2000, mientras que la de Letras ha sido de 3.376 millones de euros, casi el doble que en 2000. Asimismo, es destacable el aumento de la negociación de operaciones simultáneas, que alcanzaron los 24.607 millones de euros de negociación media diaria en 2001, lo cual supone un crecimiento interanual del 85%. Las simultáneas (consistentes en dos operaciones de compraventa de sentido contrario y a diferentes plazos) han ganado el terreno a los "repos" u operaciones con pacto de recompra (operaciones con un significado económico semejante, pero con una serie de limitaciones en su configuración legal que les resta atractivo): 247 millones de euros en "repos", casi un 46% menos que en 2000.

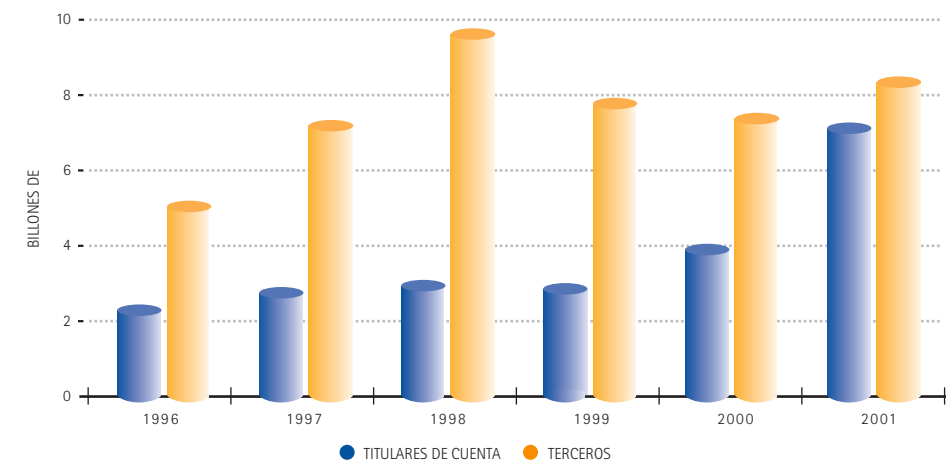
NEGOCIACIÓN DE DEUDA DEL ESTADO (MEDIA DIARIA)



Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera, según datos del Banco de España

El volumen total de Bonos y Obligaciones negociado en 2001 ha alcanzado los 15,4 billones de euros, un 37% más que en 2000. De éstos, 7,1 billones de euros se han negociado entre "titulares de cuenta", operaciones en las que se ha producido un espectacular crecimiento del 83% interanual, mientras que 8,3 billones de euros se negociaron con "terceros".

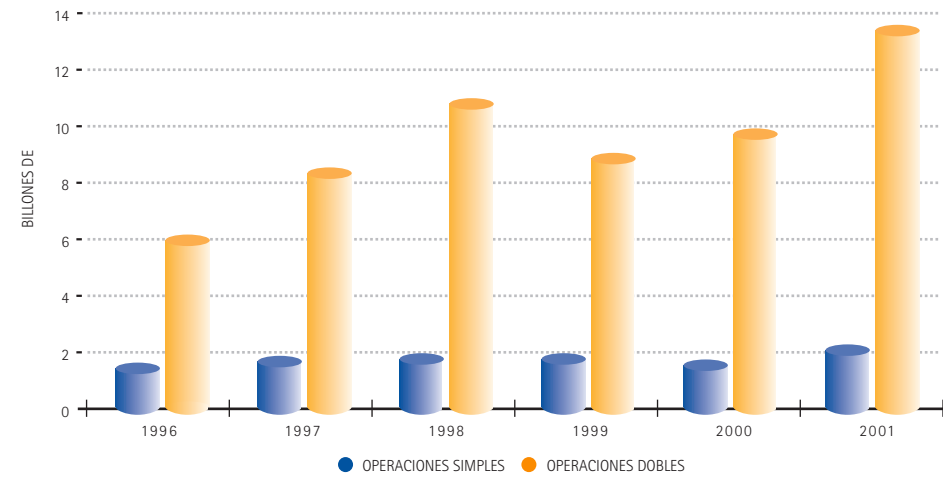
NEGOCIACIÓN ANUAL DE BONOS Y OBLIGACIONES (TITULARES DE CUENTA Y TERCEROS)



Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera, según datos del Banco de España

Atendiendo al tipo de operación, en 2001 se negociaron operaciones dobles (simultáneas y "repos") sobre Bonos y Obligaciones por un valor de 13,5 billones de euros y operaciones simples (tanto al contado como a plazo) por 2,0 billones de euros.

NEGOCIACIÓN ANUAL DE BONOS Y OBLIGACIONES (OPERACIONES SIMPLES Y DOBLES)

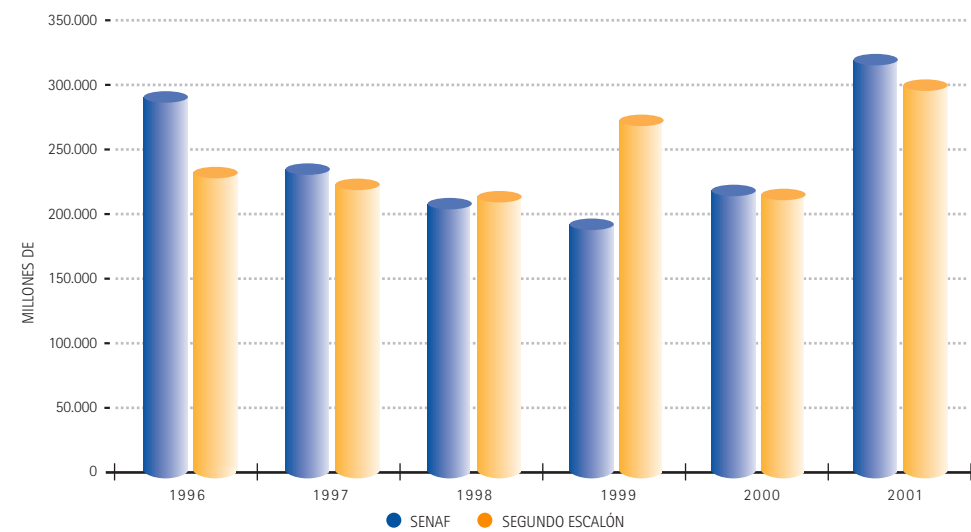


Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera, según datos del Banco de España

La mitad de las operaciones simples se cruzan en Senaf

La negociación de operaciones simples entre "titulares de cuenta" en Senaf, la plataforma local española, y en el segundo escalón ascendió a 620.315 millones de euros, lo que representa un significativo crecimiento interanual del 43%, especialmente teniendo en cuenta que esta operativa entre titulares había disminuido en 1997, 1998 y 2000. De ese total, aproximadamente la mitad se negoció en Senaf y la otra mitad en el "segundo escalón".

NEGOCIACIÓN ANUAL DE OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO



Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera, según datos del Banco de España

Los creadores de mercado, los más activos

Por entidades, los "titulares" más activos han sido los creadores de mercado, quienes negociaron el 90% del total de Bonos y Obligaciones negociados en Senaf y el 64% del total negociado con el "segundo escalón". Los creadores más activos de 2001 fueron BBVA, Santander Central Hispano, CECA, Crédit Agricole Indosuez, Deutsche Bank y JP Morgan.

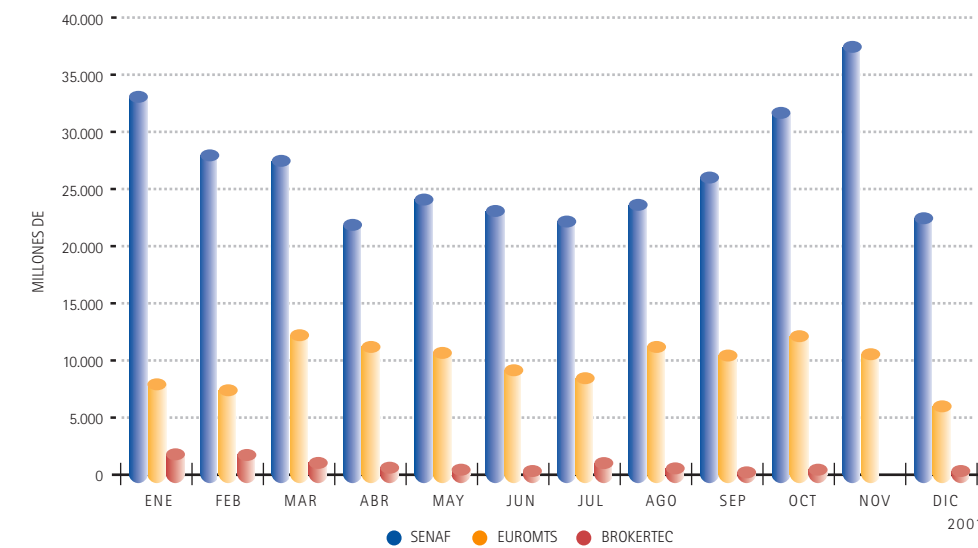
En Senaf y en el segundo escalón hubo una elevada concentración de la negociación en los *benchmark*. El Bono más negociado en 2001 fue el *benchmark* a 10 años (el 5,40% vencimiento 2011 hasta octubre y el 5,35% vencimiento 2011 a partir de noviembre). A cierta distancia, fue seguido por los *benchmark* a 5 y 3 años (el 4,95% vencimiento 2005 hasta julio, el 4,60% vencimiento 2003 en agosto, y el 4,65% vencimiento 2004 hasta diciembre), excepto en el mes de octubre en que el Bono más negociado fue el 4,80% vencimiento 2006.

La negociación se concentra en los *benchmark*

La negociación total en las tres plataformas electrónicas (Senaf, EuroMTS y BrokerTec) en las que se negocia Deuda española, alcanzó 441.998 millones de euros en 2001. Senaf sigue siendo la primera plataforma en cuanto a volumen negociado, con un 72% del total, mientras que en EuroMTS se negoció un 26% y en BrokerTec el restante 2%.

Senaf negocia más Deuda española que EuroMTS y BrokerTec

NEGOCIACIÓN ANUAL DE OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO

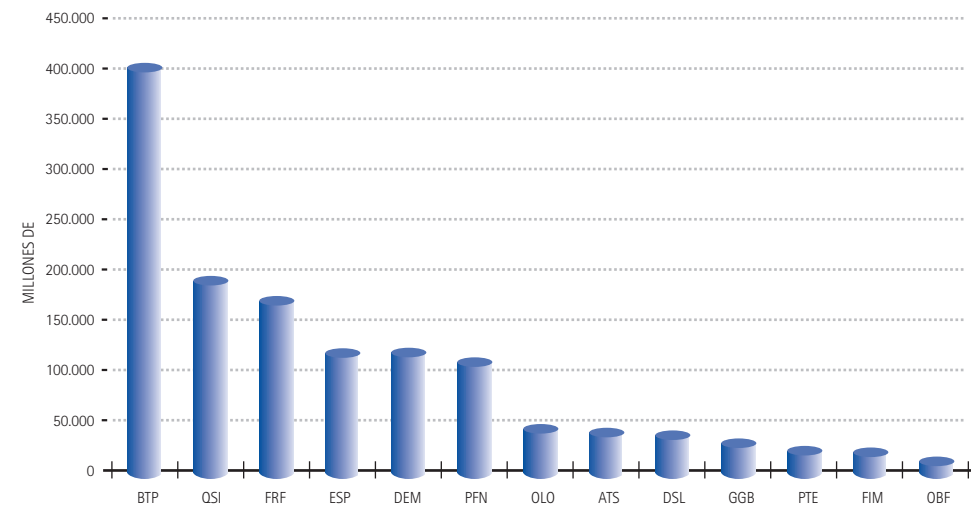


Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera, según datos del Banco de España

Comparativamente con la deuda pública de otros países, la Deuda española ha mantenido una significativa participación en EuroMTS. Fue la cuarta en volumen negociado en esta plataforma electrónica internacional, con un total que supera los 116 mil millones de euros y que representa el 9,2% del total negociado.

La Deuda española, cuarta en EuroMTS

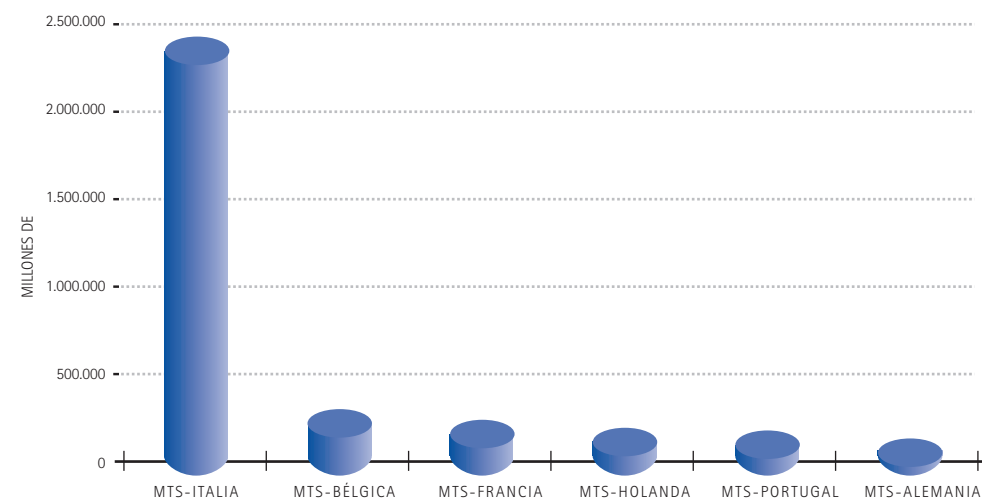
EUROMTS VOLUMEN TOTAL NEGOCIADO EN 2001 (OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO)



Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera, según datos de MTS

Los MTS locales... En relación con otras plataformas locales, MTS Italia, con un volumen negociado de 2,34 billones de euros en 2001, sigue siendo la plataforma electrónica local con mayor volumen de negociación, a gran distancia de los demás "MTS locales".

MTS VOLUMEN TOTAL NEGOCIADO EN 2001 (OPERACIONES SIMPLES AL CONTADO)



Fuente:Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera, según datos de MTS

...y BrokerTec La plataforma Brokertec inició la negociación de Deuda española en noviembre de 2000, registrando hasta fin de año un volumen de negociación de 1.121 millones de euros. En 2001 la negociación ha alcanzado los 7.344 millones de euros, observándose una cierta ralentización en los volúmenes negociados a lo largo del año.

3.2.2. NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO ESPAÑOL DE STRIPS EN 2001

El mercado de *strips* de Deuda nació en 1998, año en el que se autorizaron las primeras cinco referencias segregables, de las cuales una ya está amortizada. A lo largo de 1999 se autorizaron seis nuevas referencias segregables y en 2000 tres referencias más, pudiendo negociarse a finales de año un total de catorce "principales" con sus respectivos cupones, que cubrían los plazos desde el 2001 al 2029. En el 2001 se autorizó la segregación de cinco referencias más, con lo que el número de referencias segregables ascendía a finales del año a dieciocho y el volumen máximo segregable alcanzó la cifra de 271.729 millones de euros. El crecimiento del mercado español de *strips* ha sido espectacular y se ha convertido en el segundo más importante de Europa.

18 referencias segregables con más de 271.000 millones de euros: el segundo mercado de Europa

Las principales pautas del mercado se han mantenido. El saldo en manos de terceros representa el 90% del total. Los fondos de inversión garantizados y las entidades que deben desarrollar una cuidada gestión de activos y pasivos, como los fondos de pensiones y las aseguradoras, son las que muestran mayor interés en los bonos cupón cero que son los *strips*, dada su utilidad en la gestión de la duración. La negociación en el mercado de *strips* ha caído con respecto a años anteriores y se ha concentrado en el "principal" 2029 y en el 2003.

Se estabiliza el volumen de segregación bruta

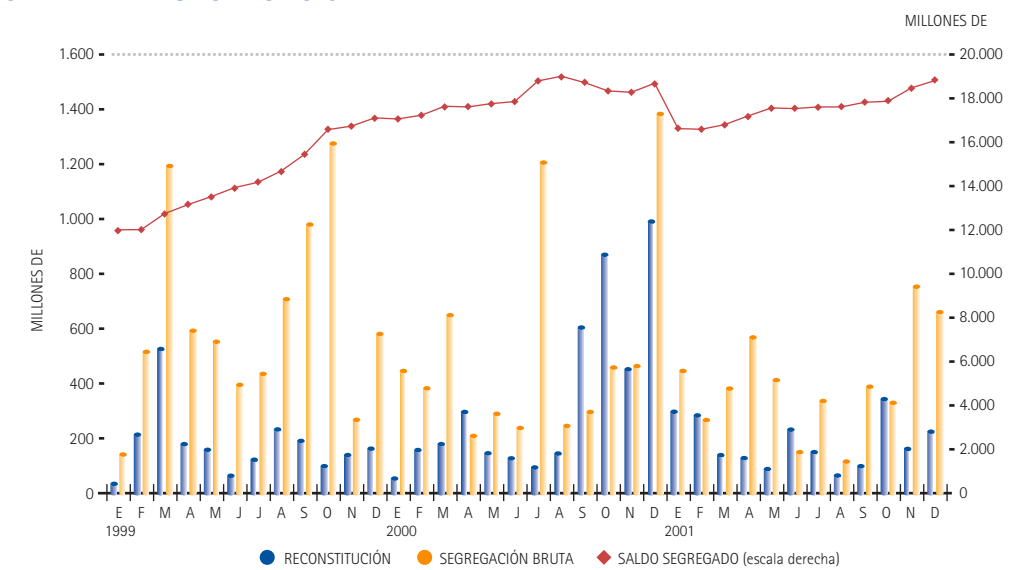
Durante 2001 las segregaciones brutas de Deuda se mantuvieron más estables que en años anteriores, con un máximo de segregación bruta mensual de 750 millones de euros en noviembre y un mínimo de 113 millones de euros en agosto. Las reconstituciones también fluctuaron menos que otros años, con un máximo de 334 millones de euros reconstituidos en octubre y un mínimo de 58 millones de euros en agosto. Las segregaciones netas en diciembre alcanzaban los 18.877 millones de euros, un 1,2% más que en diciembre de 2000.

El porcentaje segregado sobre el total de Deuda segregable ha sido del 6,95% en 2001, inferior al 8% de 2000 y al 9% de 1999, lo cual se explica en parte porque todas las emisiones del Tesoro en la actualidad son segregables.

En cuanto a su distribución, el saldo en manos de terceros en diciembre de 2001 alcanzó 16.600 millones de euros, casi el 90% del total de la Deuda segregada, participación similar a la de 1999 y 2000.

El 90%, en manos de terceros

ACTIVIDAD DE SEGREGACIÓN



Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera, según datos del Banco de España

Ligera caída de la negociación de Deuda segregada, tanto simple como doble

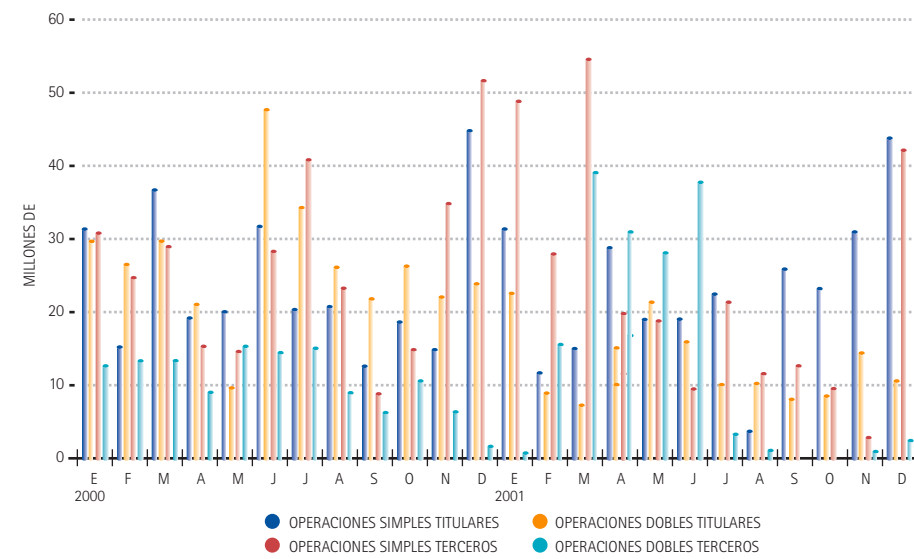
La negociación de Deuda segregada en 2001, en media diaria, ha alcanzado en su modalidad de operativa simple 23 millones de euros, tanto entre "titulares" como con "terceros". Ha disminuido respecto a la realizada en 2000 en torno al 4% entre "titulares" y al 12% con "terceros".

Respecto a las operaciones dobles sobre Deuda segregada, la media diaria de negociación entre "titulares" ha sido de 12 millones de euros, lo que significa una disminución de más del 50% respecto a 2000. Sin embargo, la negociación de operaciones dobles de Deuda segregada realizadas con "terceros" ha presentado una media diaria de 13 millones de euros, aumentando un 25% respecto a 2000.

Los principales 2029 y 2003, los más negociados

Por referencias, los activos más negociados durante 2001 han sido, como ya se ha mencionado, el "principal" vencimiento 2029 al 6% y el "principal" vencimiento 2003 al 5,25%.

NEGOCIACIÓN DE DEUDA SEGREGADA (NEGOCIACIÓN MEDIA DIARIA)



Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera, según datos del Banco de España

3.2.3. MERCADO DE FUTUROS

Primacia del futuro sobre el Bund

La negociación en el mercado de futuros en 2001 en Europa se ha concentrado en el mercado alemán, merced a la hegemonía del mercado germano-suizo EUREX, como venía ocurriendo en 1999 y 2000. El volumen negociado del *Bund* en media diaria ha aumentado en torno al 18% respecto a 2000, mientras que ha disminuido la negociación de los futuros sobre los bonos francés, español y de EE UU.

Malas perspectivas para el futuro sobre el Bono español...

El futuro sobre el Bono español a 10 años, negociado en MEFF, ha tenido un volumen medio diario de negociación de 1.074 contratos, casi un 74% menos que en 2000, observándose una tendencia decreciente desde enero del 2000, en que la media diaria de negociación fue de 8.842 contratos, hasta diciembre de 2001, en que la media diaria fue de 863 contratos.

...el francés...

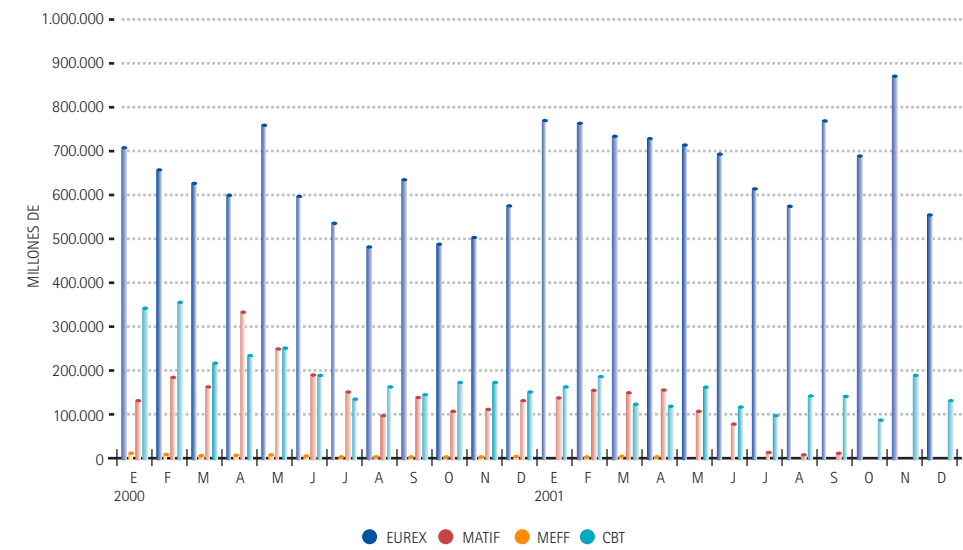
En el mercado francés de futuros, MATIF, la negociación media diaria en 2001, de 67.698 contratos, ha disminuido casi un 60% interanual, puesto que la media diaria de 2000 fue de 165.478 contratos. Este comportamiento se explica

en gran parte por el supuesto fin del acuerdo entre algunos "creadores" franceses de proporcionar liquidez a este mercado, acuerdo al que se había llegado pensando que la concentración de fondos en Eurex podría tener un carácter inercial.

Fuera de Europa, en el Chicago Board of Trade, CBT, la media diaria de negociación fue de 138.616 contratos, que ...e incluso el americano suponen una reducción interanual del 34%.

En definitiva, en 2001 ha continuado y se ha acelerado la concentración de la actividad en el futuro sobre el *Bund* negociado en EUREX, perdiendo posiciones claramente, no sólo el futuro sobre el Bono español y sobre el bono francés, sino también sobre el bono americano negociado en el CBT.

FUTUROS SOBRE EL BONO A 10 AÑOS (NEGOCIACIÓN MEDIA DIARIA)



Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera, según datos de EUREX, MATIF, MEFF y CBT

3.3. DISTRIBUCIÓN DE LA CARTERA DE DEUDA DEL ESTADO

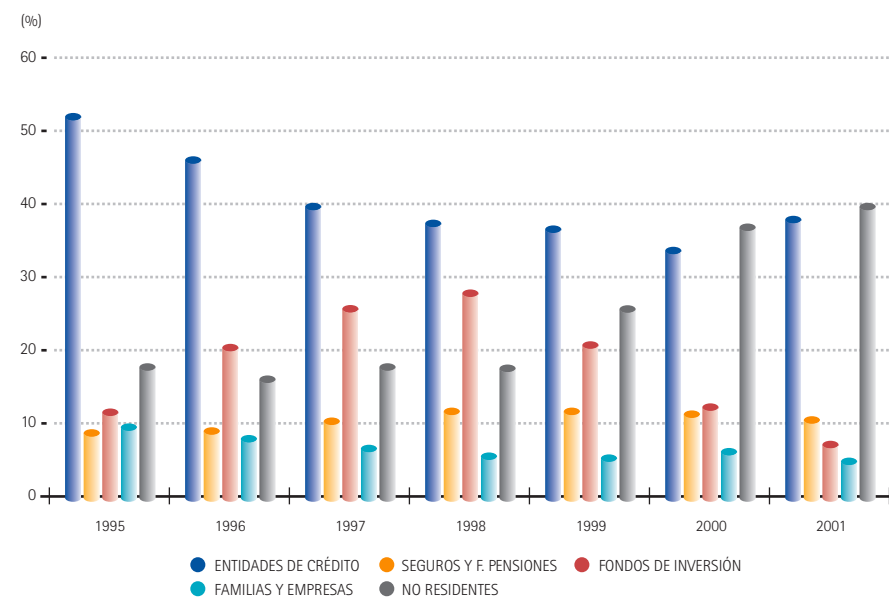
3.3.1. DISTRIBUCIÓN DE LA CARTERA DE DEUDA DEL ESTADO NO SEGREGADA

En esta sección se desarrolla la distribución de la Deuda no segregada. En la desagregación por entidades, veremos que se mantiene la tendencia de aumento de tenencias de no residentes, mientras que las entidades de crédito invierten su línea descendente. Los no residentes tienen más protagonismo en los valores a medio y largo plazo mientras que las entidades crediticias lo tienen en las Letras que, en su configuración actual, se presenta como un mercado claramente local, lo que supone un reto para el Tesoro, que está estudiando varias medidas para promover la negociación de este instrumento por los no residentes.

Los no residentes adelantan a las entidades de crédito en las tenencias de Deuda española

La distribución por tipo de inversor de las tenencias a vencimiento de Deuda no segregada ha tenido grandes variaciones a lo largo de estos últimos años. Antes de 1995 las entidades de crédito eran los principales tenedores de Deuda Pública, acaparando más del 50% de la misma. En los años 1996 a 1998 destacó el empuje de los fondos de inversión, que aumentaron su participación en las tenencias de Deuda desde el 11% en 1995 hasta el 28% en 1998, con una paralela reducción en la participación de las entidades de crédito. Finalmente, desde 1999 y coincidiendo con la introducción de la moneda única, los no residentes han incrementado sus tenencias en Deuda del Estado progresivamente, llegando a mantener a finales del año 2001 casi el 40% de la Deuda del Estado en circulación. De esta manera, en diciembre de 2001, el 76% de la Deuda no segregada se hallaba en manos de dos grandes categorías de tenedores: los inversores no residentes (39,4%) y las entidades de crédito (37,7%).

DISTRIBUCIÓN DE LAS CARTERAS A VENCIMIENTO DE DEUDA DEL ESTADO



Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera, según datos del Banco de España

Las entidades de crédito aumentan su participación

El grupo de tenedores formado por las entidades de crédito domésticas ha sido tradicionalmente el más importante, si bien ha ido perdiendo importancia progresivamente a largo de estos años a medida que avanzaba el proceso de desintermediación de nuestro sistema financiero. No obstante, durante el año 2001 se ha invertido esta tendencia, al destinarse parte de la reducción de las tenencias de los fondos de inversión hacia las entidades de crédito, que han aumentado su participación desde el 33,7% de diciembre 2000 al 37,7% actual. Así, el mercado de Deuda refleja el proceso de "reintermediación" del sistema financiero español: ante las caídas bursátiles, los productos bancarios han recuperado protagonismo a costa de los fondos de inversión.

Menos Deuda en las carteras de los fondos de inversión

Como acabamos de comentar las tenencias a vencimiento de Deuda en las carteras de los fondos de inversión se han venido reduciendo en el pasado reciente, pasando del 27,7% de finales del año 1998 al 7,3% a finales de 2001.

Los no residentes compran más Deuda a medio y largo plazo

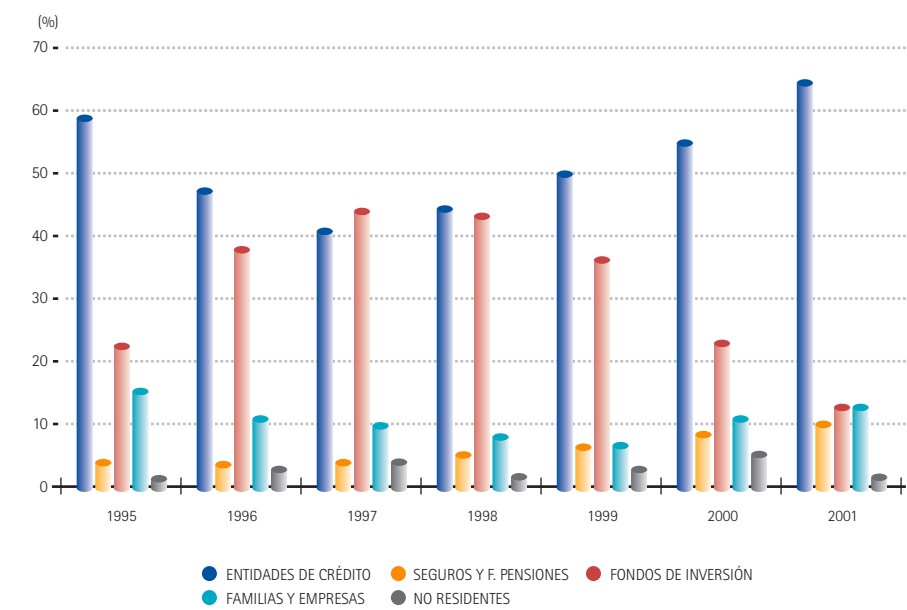
Como se ha señalado, la participación de los inversores no residentes ha experimentado un crecimiento muy fuerte. Su cartera a vencimiento se situaba al finalizar el año 2001 en 103.290 millones de euros, -es decir, un 39,4% del total de

la Deuda no segregable en circulación, tanto a corto como a largo plazo- frente al 17,5% del año 1998. Su participación se encuentra mayoritariamente concentrada en el segmento a medio y largo plazo. Este apartado, por su gran importancia, viene tratado con mayor detalle más adelante.

Desagregando por tipo de activo y comenzando por los instrumentos a más corto plazo, observamos que desde el año 1996 se ha producido una progresiva reducción en el saldo en circulación de las Letras del Tesoro. La reducción ha afectado a todas las categorías de inversores; sin embargo, en términos relativos destaca el aumento de la participación de las entidades de crédito (desde el 54% del total en 2000 al 64% actual), siendo el grupo de mayor presencia, seguido en importancia por los fondos de inversión. Los no residentes, en cambio, han reducido notablemente su cuota de participación en las tenencias de Letras y han pasado de representar un 5% a finales del 2000 al 1% actual. Otros mercados como el italiano ofrecen mayor liquidez en valores a corto plazo, situación de desventaja relativa que el Tesoro pretende mitigar en 2002. Entre las primeras medidas tomadas a tal efecto, destaca el incremento del saldo de las nuevas referencias mediante una reducción del número de emisiones y un incremento del volumen medio de las mismas.

Cae el saldo en circulación de Letras, que van a las entidades de crédito y apenas a los no residentes

TENENCIAS A VENCIMIENTO DE LETRAS DEL TESORO

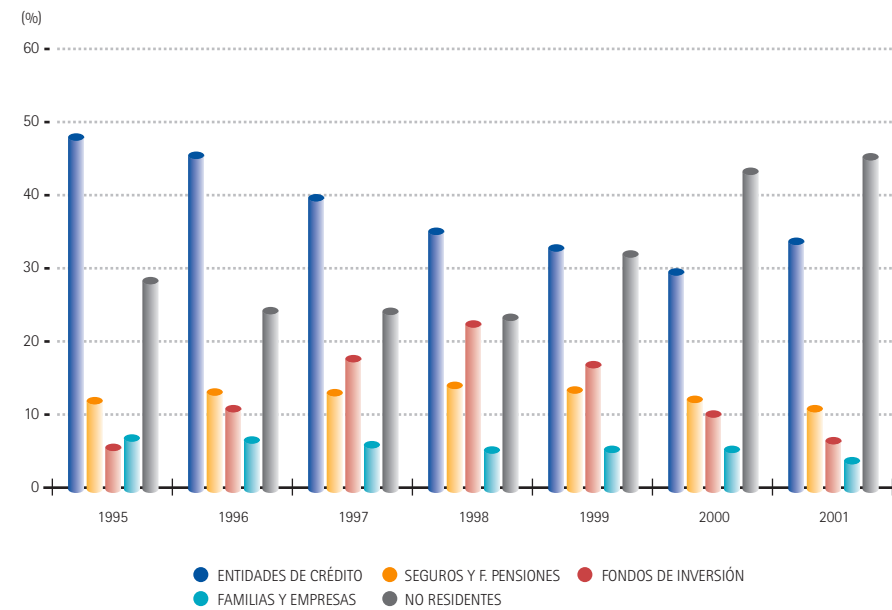


Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera, según datos del Banco de España

Con respecto a los Bonos y Obligaciones, destacan actualmente las tenencias de no residentes que alcanzan más del 45% del saldo en circulación, duplicando la cuota de participación que tenían en 1998. Las entidades de crédito vienen manteniendo un porcentaje en torno al 33% y los fondos de inversión han reducido fuertemente su participación, que se ha rebajado desde el 22,5% que alcanzó en 1998 hasta el 6,5% de diciembre 2001.

En los Bonos y Obligaciones, más presencia de no residentes

TENENCIAS A VENCIMIENTO DE BONOS Y OBLIGACIONES



Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera, según datos del Banco de España

El anterior análisis se refería a la Deuda a vencimiento, sin embargo resulta también interesante tener en cuenta la evolución de la Deuda registrada (cartera a vencimiento menos las cesiones temporales más las adquisiciones temporales). Se observa que el 65% de la Deuda a vencimiento en la cartera de las entidades de crédito está cedida en "repos" o "simultáneas", fundamentalmente a los fondos de inversión, familias y empresas no financieras, mientras que en el caso de los no residentes hay muy pocas diferencias entre el volumen de Deuda a vencimiento con el de Deuda registrada, por lo que se puede concluir que estos inversores son primordialmente, inversores a vencimiento.

3.3.2. DISTRIBUCIÓN DE LA CARTERA DE DEUDA DEL ESTADO SEGREGADA

En cuanto a la distribución por tipo de inversor de la cartera de Deuda del Estado segregada (principales más cupones), se advierten escasas variaciones respecto al año 2000. Las entidades de crédito han aumentado ligeramente sus tenencias tanto en valores absolutos como relativos (desde el 10% en 2000 a un 13% en 2001), mientras que las demás categorías han experimentado ligeras rebajas de su cuota de mercado o se mantienen en valores similares, como ha sido el caso de las familias y empresas no financieras.

Los fondos de inversión continúan siendo el primer grupo inversor en Deuda segregada y, aunque pierden paulatinamente importancia, mantienen el 30% de la Deuda del Estado segregada en sus carteras, seguidos por los no residentes con un 23% de participación.

DISTRIBUCIÓN POR TENEDORES DE DEUDA DEL ESTADO SEGREGADA

Principales y cupones	1999		2000		2001	
	Importe	% sobre total	Importe	% sobre total	Importe	% sobre total
Residentes	14.390	84	14.190	76	14.580	77
Entidades de crédito	1.910	11	1.860	10	2.530	13
Seguros y fondos de pensiones	3.750	22	4.180	22	3.990	21
Fondos de inversión	6.570	38	5.900	32	5.720	30
Familias y empresas	2.160	13	2.250	12	2.340	12
No residentes	2.740	16	4.470	24	4.300	23
Total	17.130	100	18.660	100	18.880	100

Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera, según datos del Banco de España

Desagregando entre "principales" y "cupones", en el año 2001 se mantiene, al igual que en años anteriores, una mayor preferencia entre los fondos de inversión por los "principales", mientras que las entidades de seguros y fondos de pensiones invierten fundamentalmente en "cupones".

Preferencia de los fondos de inversión por invertir en "principales", y los de pensiones en "cupones"

PREFERENCIA DE LOS TENEDORES ENTRE PRINCIPALES Y CUPONES

Principales y cupones	1999		2000		2001	
	% Principales	% Cupones	% Principales	% Cupones	% Principales	% Cupones
Residentes	86	84	76	76	81	71
Entidades de crédito	9	11	7	14	11	18
Seguros y fondos de pensiones	15	22	15	34	15	31
Fondos de inversión	46	38	40	18	40	15
Familias y empresas	17	13	14	9	15	8
No residentes	14	16	24	25	19	29
Total	100	100	100	100	100	100

Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera, según datos del Banco de España

3.3.3. EVOLUCIÓN DEL SALDO DE DEUDA EN MANOS DE NO RESIDENTES

Dado el fuerte aumento en las tenencias de Deuda de los no residentes, se considera conveniente hacer un análisis pormenorizado de su evolución. La cartera de Deuda Pública en poder de no residentes está principalmente invertida en Bonos y Obligaciones del Estado, siendo su participación en Letras del Tesoro, como ya se ha señalado, muy poco significativa (en torno al 1% de las Letras en circulación al finalizar el año 2001). Centraremos este análisis en el saldo de Bonos y Obligaciones del Estado en manos de no residentes. Como se detallará más adelante, estos inversores han centrado su atención en los tramos más largos y líquidos de la curva. Por países, los de la Eurozona vienen, lógicamente, ganando protagonismo frente a los demás.

Las tenencias de no residentes en Bonos y Obligaciones siguen aumentando y representan actualmente el 45,36% de su saldo en circulación

Hasta 1999, las tenencias de no residentes en Bonos y Obligaciones no segregados se mantenían en el 24% del total en circulación. A partir de este año se ha producido un fuerte interés por parte de los no residentes hacia nuestra Deuda, alcanzando actualmente el 45,36% del total de Bonos y Obligaciones.

EVOLUCIÓN DEL SALDO DE NO RESIDENTES EN BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO

AÑOS	SALDO NO RESIDENTES	SALDO DE BONOS Y OBLIGACIONES	% NO RESIDENTES SOBRE TOTAL
1995	32.966	116.620	28,27
1996	32.772	135.523	24,18
1997	38.621	159.947	24,15
1998	39.589	170.062	23,28
1999	62.460	195.050	32,02
2000	92.170	213.470	43,18
2001	102.830	226.720	45,36

Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera, según datos del Banco de España

Las explicaciones que se pueden avanzar sobre el importante crecimiento de la Deuda Pública en manos de los no residentes en los últimos años son las que siguen:

El efecto de la incorporación a la UEM

- La incorporación de España a la Unión Económica y Monetaria (UEM), con la eliminación del riesgo de tipo de cambio, ha incrementado el atractivo de la Deuda española.

Rating crediticio "Aaa"

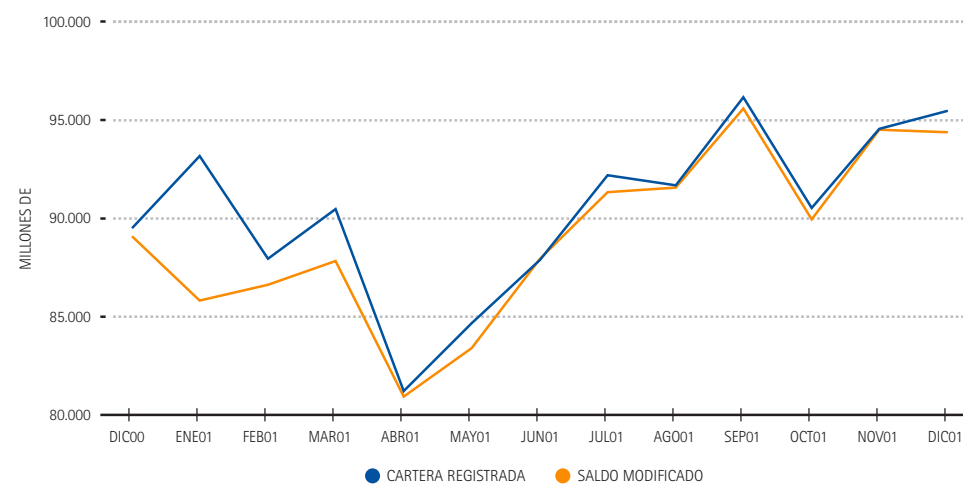
- La buena marcha de la economía española durante el año 2001 y su sólido crecimiento han hecho que los no residentes hayan invertido en Deuda española apostando por la revisión al alza de su *rating* crediticio, que se confirmó el 13 de diciembre de 2001 al otorgar Moody's el "Aaa" a España.

Importante papel de los creadores de mercado

- La importante labor desarrollada por los creadores de mercado no residentes cuya entrada en el mercado español de Deuda Pública se produjo a finales de 1999 y que ha movido muy significativos volúmenes de Deuda contribuyendo a dinamizar el mercado.

Centrándonos en el año 2001, el siguiente gráfico permite apreciar visualmente el crecimiento de la cartera en manos de no residentes durante ese año a través de la evolución de la cartera registrada y del "saldo modificado" (que corrige los efectos del lavado de cupón sobre la misma).

SALDO DE DEUDA DE NO RESIDENTES



Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera, según datos del Banco de España

El efecto del lavado de cupón, como se advierte en el gráfico anterior, es prácticamente nulo a partir de abril del 2001. Esto se debe, por una parte, a que las nuevas referencias de Deuda emitidas a partir del año 1998 están exentas de retención y, por otra, a la fuerte concentración a principios de año del pago de cupón de la Deuda emitida antes del año 1998 y, por tanto, sometida a retención.

Analizando esta evolución, puede observarse que el crecimiento de la participación en el total de la Deuda en circulación de Bonos y Obligaciones no segregados en manos de no residentes ha sido diferente en la cartera a vencimiento y en la cartera registrada (igual a la cartera a vencimiento menos las cesiones temporales y más las adquisiciones temporales de Deuda). La cartera registrada de Bonos y Obligaciones no segregados en poder de no residentes pasó de representar el 41,93%, en diciembre de 2000, al 41,29% en diciembre de 2001 del total de Bonos y Obligaciones en circulación. En cambio, su participación en la cartera a vencimiento aumenta, pasando de un 43,18% en diciembre de 2000 a un 45,36% en diciembre de 2001.

Fecha	CARTERA REGISTRADA			CARTERA VENCIMIENTO		
	Deuda no residentes	% de crecimiento s/diciembre 2000	% s/saldo Bonos y Obligaciones	Deuda no residentes	% de crecimiento s/diciembre 2000	% s/saldo Bonos y Obligaciones
Diciembre 2000	89.500		41,93	92.170		43,18
Enero 2001	93.840	4,85	44,91	93.900	1,88	44,94
Febrero	87.890	-1,80	42,33	93.100	1,01	44,84
Marzo	91.110	1,80	42,83	97.940	6,26	46,04
Abril	81.120	-9,36	38,31	93.880	1,86	44,34
Mayo	84.460	-5,63	39,38	95.050	3,12	44,32
Junio	87.200	-2,57	39,68	99.440	7,89	45,25
Julio	91.500	2,23	41,29	100.180	8,69	45,21
Agosto	91.110	1,80	40,92	101.230	9,83	45,46
Septiembre	94.580	5,68	42,08	103.390	12,17	46,00
Octubre	89.730	0,26	39,74	104.950	13,87	46,48
Noviembre	93.040	3,96	41,27	102.150	10,83	45,31
Diciembre 2001	93.610	4,59	41,29	102.830	11,57	45,36

Cartera registrada = cartera a vencimiento - cesiones temporales + adquisiciones temporales. 31/12/00 = base 100.
Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera, según datos del Banco de España

Por plazos, podemos destacar que la Deuda a plazo superior a 5 años representa en torno al 70% de las tenencias de no residentes. Por referencias, se observa que la Deuda en poder de no residentes está claramente concentrada en 8 referencias que acaparan conjuntamente más del 60% de la inversión de los no residentes, siendo todas ellas referencias segregables y muy líquidas. Como conclusión, podemos indicar que los no residentes muestran preferencia por las:

La Deuda a plazo superior a 5 años representa el 70% de las tenencias de no residentes

- Referencias muy líquidas y de alto volumen de negociación (todas son segregables y han sido hasta hace poco o son actualmente *benchmarks* en sus respectivos plazos).
- Por tramos, los no residentes mantienen el 55% de su inversión en los tramos que van del año 2005 al 2010. Asimismo, tienen un 16% en el tramo de los quince años (donde hay dos referencias españolas con vencimiento en el 2013 y 2014).

Por último, existen varias referencias en las que las tenencias de no residentes suponen más del 50% del saldo vivo del total de las mismas. En este sentido, pueden destacarse la Obligación 2014 cupón 4,75% (con un 69% del saldo total en circulación en manos de no residentes), la Obligación 2013 cupón 6,15% (con un 66%), la Obligación 2008 cupón 6% (un 55%), y los Bonos 2010 4% y 2005 3,25% (con un 51% del saldo total en circulación en ambos casos).

La cartera de no residentes se concentra en referencias muy líquidas

En cuanto a la distribución por países del saldo de Deuda en poder de no residentes, los datos a diciembre 2001 permiten señalar las siguientes conclusiones:

El país de origen de la mayoría de los tenedores de Deuda no residentes es Francia, seguido de Alemania

- El país de origen de la mayoría de los tenedores de Deuda no residente es Francia, con un 20% de participación. Reino Unido que, hasta 1999 venía siendo el país de mayor inversión en Deuda española, ha reducido su porcentaje drásticamente desde el 42% en 1998 al 8% actual.

El 76% de la inversión de no residentes procede de países de la UEM

- El 76% de la inversión de no residentes procede de países de la Unión Europea (UE), países que a excepción de Reino Unido, Francia y Holanda han aumentado su porcentaje de inversión durante el año 2001. Alemania, Italia y Luxemburgo han registrado el mayor crecimiento, alcanzando Alemania un 13% y Luxemburgo e Italia un 6%. Holanda y Reino Unido mantienen un 8% de la inversión de no residentes en Deuda española.

Fuerte aumento de los fondos de inversión no residentes en las tenencias de Deuda española

- Fuera de la UE, se observa un aumento en las tenencias de los inversores japoneses (desde el 5% al 6,60% del total); en cambio los inversores americanos y suizos reducen su inversión desde el 4,3% al 3,1%, en el caso americano, y del 11,20% al 10,90% en el de los suizos.

Por tipo de inversor, el 38% del saldo de no residentes está en manos de entidades financieras (26% sin sucursal en España y el 12% con ella) y el 36% en fondos de inversión. Durante el año 2001 se ha producido un significativo incremento de la importancia de los fondos de inversión, que han pasado de representar el 26% a finales del año 2000 al 36% actual. Las empresas y familias no residentes también aumentaron su inversión en Deuda española desde el 17% del año pasado al 22% de finales del 2001.

3.3.4. EVOLUCIÓN DEL SALDO DE DEUDA EN LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Crecimiento de la cartera exterior de los fondos de inversión

La inversión de la cartera de los fondos de inversión se ha modificado sustancialmente, reduciéndose fuertemente la proporción de inversión en cartera interior a favor de la cartera exterior. Si en 1998 la cartera interior representaba el 75% de la cartera de los fondos y la exterior el 17%, a finales del año 2001 esta proporción se distribuye en 49% cartera interior y 47% la cartera exterior. Asimismo, en estos años se produce un fuerte aumento de la inversión en renta variable, pasando de representar el 10% en 1998 al 16% de 2001, si bien este año se ha reducido la inversión en renta variable como consecuencia de los reembolsos y de las fuertes depreciaciones de las Bolsas. A finales del año 2000 la inversión en renta variable llegó al alcanzar el 23% de la inversión en las carteras de los fondos.

Importante disminución de la inversión en Deuda Pública

En cuanto a la cartera de Deuda Pública española de los fondos de inversión, se observa una fuerte disminución de estos activos, que representaban en el año 1998 el 61% de la inversión en las carteras y actualmente sólo suponen el 34%. Este retroceso se ha debido al aumento de la inversión en renta variable y a la preferencia de los fondos por invertir en cartera exterior.

Respecto a los activos de Deuda Pública, se observa una intensa reducción en la participación de las Letras del Tesoro y de los Bonos y Obligaciones del Estado en las carteras de los fondos de inversión. La disminución ha sido más acusada en las Letras del Tesoro, que en valores absolutos disminuye en 5.385 millones de euros, lo que supone una reducción de más del 50% sobre los niveles de diciembre de 2000. Las cesiones temporales de Deuda a los fondos, en cambio, aumentaron ligeramente respecto de diciembre pasado. En consecuencia, a finales de 2001 la estructura de la cartera de Deuda Pública de los fondos de inversión se distribuía en un 8% en Letras del Tesoro, 37% en Bonos y Obligaciones y un 55% en cesiones temporales de Deuda. En 2000 la mencionada distribución era 14% en Letras del Tesoro, 42% en Bonos y Obligaciones y 44% en cesiones temporales de Deuda.

LOS FONDTESORO: REGULACIÓN, EVOLUCIÓN Y PROPUESTAS DE REFORMA

Como medida para relanzar el interés de los inversores finales por fondos de inversión que se centran en Deuda Pública, el Tesoro español pretende llevar a cabo en 2002 una reforma de los Fondtesoro. En esta sección se analiza la evolución de estos productos y su situación actual, marcada por las tendencias generales de los fondos de inversión españoles: aumento de la cartera exterior frente a la interior y mejor rendimiento de los fondos conservadores por las fuertes caídas bursátiles.

Los Fondtesoro se regularon a través de la Orden de 7 de junio de 1990, del Ministro de Economía y Hacienda, sobre Convenios de Colaboración relativos a Fondos de Inversión en Deuda del Estado, con la finalidad de fomentar la colocación estable de Deuda del Estado a través de un vehículo destinado a los inversores minoristas. En su virtud, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera ha venido suscribiendo convenios de colaboración con las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva por los cuales éstas comercializan unos fondos con características dadas, a cambio del apoyo publicitario del Tesoro Público y el disfrute de la marca "Fondtesoro".

Las elevadas emisiones de Deuda del Estado a principio de los noventa, la concesión de un régimen fiscal favorable a las rentas obtenidas a través de los fondos de inversión y la colaboración de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y del Tesoro en la promoción de estos productos, dieron lugar a que la cuota de mercado de los Fondtesoro alcanzara cotas muy elevadas. Para comprender este éxito es conveniente recalcar las cualidades de estos productos de inversión, que los convierte en especialmente aptos para los inversores minoristas: comisiones reducidas, bajo riesgo y bajo coste de entrada (las entidades comercializadoras no pueden exigir inversiones mínimas de elevada cuantía ni cobrar comisiones de suscripción).

Por otra parte, el Tesoro Público ha pretendido mantener actualizada la regulación de los Fondtesoro. Entre las revisiones es necesario destacar las producidas a través de la Orden de 28 de mayo de 1999, que crea nuevos tipos de Fondtesoro. En efecto, la normativa de 1990 regulaba dos tipos:

- Los Fondtesoro FIM, que deben colocar al menos un 50 por 100 de su patrimonio en inversiones a vencimiento en Bonos y Obligaciones del Estado, debiendo invertir el resto (hasta el 95 del patrimonio) en Letras del Tesoro o en "repos" sobre Deuda del Estado.
- Los Fondtesoro FIAMM, que de acuerdo con la normativa general de este tipo de instituciones de inversión colectiva deben invertir predominantemente en valores de renta fija a corto plazo (menos de 18 meses), en el caso de los Fondtesoro, Letras y "repos".

La Orden de 1999 pretendió ampliar la gama de los Fondtesoro regulando:

- Los Fondtesoro Renta FIM, que puede invertir también hasta un 20% de su patrimonio en valores de renta fija de emisores distintos del Tesoro con elevada calidad crediticia.
- Los Fondtesoro Renta FIAMM, que pueden invertir el 10% de su patrimonio en valores de renta fija de alta calidad crediticia distinta de la del Tesoro.
- Los Fondtesoro Plus, que se diseñan como Fondos de Renta Fija Mixta (no menos del 70% del patrimonio en títulos del Tesoro o avalados por éste, hasta el 15% en acciones que forma parte del IBEX-35 y posibilidad de invertir en renta fija distinta de la emitida por el Tesoro).

El buen diseño de estos productos y el esfuerzo de las dos partes (Tesoro y gestoras) para difundirlos al público han permitido que estos productos alcanzaran un éxito notable. En concreto, en 1997 se llegó a la cifra máxima de 652.841 partícipes; el récord de patrimonio en estos fondos se alcanzó un año antes, al sobrepasar los 13.451 millones de euros (más de 2,2 billones de pesetas). A partir de este momento y hasta 2000, los Fondtesoro han acompañado al resto de fondos de renta fija en su pérdida de peso frente a los de renta variable, que aprovecharon la euforia bursátil de esos años.

Antes de comentar la evolución de los Fondtesoro en 2001, conviene repasar la de los fondos de inversión en general. Al cierre de 2001, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria (FIM) se colocó en 134.452 millones de euros, lo que representa una pérdida del 11,95% respecto a diciembre de 2000, mientras que los FIAMM (fondos de inversión en activos del mercado monetario), con 43.766 millones de euros, aumentaron su patrimonio un 31,16% respecto de diciembre 2000.

Año	NÚM. PARTICIPES			PATRIMONIO ()			RENTABILIDAD	
	FIM	FIAMM	Total	FIM	FIAMM	Total	FIM	FIAMM
1990	3.048	1.923	4.971	61.693.459	94.028.765	155.722.224	—	—
1991	42.160	22.258	64.418	903.143.762	537.621.626	1.440.765.388	12,62	12,32
1992	60.896	83.165	144.061	1.345.827.511	1.617.486.031	2.963.313.542	8,03	11,02
1993	130.145	143.654	273.799	2.983.064.963	2.758.812.600	5.741.877.563	19,46	11,28
1994	123.023	205.718	328.741	2.682.243.726	3.948.184.959	6.630.428.685	-5,83	6,73
1995	111.751	254.127	365.878	2.733.605.302	4.885.366.933	7.618.972.235	12,32	8,07
1996	197.485	345.876	543.361	4.584.729.320	6.794.107.371	11.378.836.690	13,95	6,87
1997	233.641	419.200	652.841	5.504.145.502	7.946.998.853	13.451.144.355	6,57	4,32
1998	253.727	391.011	644.738	6.276.999.056	7.021.694.337	13.298.693.393	6,42	3,09
1999	208.396	351.105	559.501	4.990.234.664	5.982.756.277	10.972.990.941	-1,01	1,47
2000	122.542	284.724	407.266	3.171.267.534	4.667.584.212	7.838.851.747	3,70	2,90
2001	114.977	348.305	463.282	3.168.390.866	6.026.135.401	9.194.526.267	3,97	3,40

Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera

La mala coyuntura bursátil del año ha permitido a los FIAMM aprovechar su condición de vehículo de inversión de bajo riesgo. Por los mismos motivos se explica la evolución de los Fondos FIM: en 2001 la proporción de fondos de renta fija aumentó en cinco puntos porcentuales frente a los de renta variable, para llegar hasta el 26% en renta fija pura, 13% en garantizados de renta fija y 12% en renta fija mixta, frente al 12% de renta variable mixta y 18% de garantizados de renta variable.

Por cuanto se refiere a la rentabilidad que han obtenido los participes, la evolución de los mercados bursátiles ha hecho que los más aversos al riesgo hayan sido los más beneficiados. En concreto, los FIAMM han obtenido rentabilidades medias del 3,50% y los FIM de renta fija del 3%, frente a las pérdidas de los mixtos de renta fija (-1,90%), mixtos de renta variable (-7,70%) y los de renta variable (-18,60%).

	FIM			FIAMM			TOTAL		
	Fondos de inversión	Fondtesoro	Cuota de Mercado	Fondos de inversión	Fondtesoro	Cuota de Mercado	Fondos de inversión	Fondtesoro	Cuota de Mercado
1995	31.252	2.734	8,75	42.030	4.885	11,62	73.282	7.619	10,40
1996	55.365	4.585	8,28	57.075	6.794	11,90	112.440	11.379	10,12
1997	101.353	5.504	5,43	61.097	7.947	13,01	162.450	13.451	8,28
1998	153.131	6.277	4,10	50.643	7.022	13,87	203.774	13.229	6,53
1999	163.696	4.990	3,05	42.598	5.983	14,04	206.294	10.973	5,32
2000	152.700	3.171	2,08	33.368	4.668	13,99	186.068	7.839	4,21
Nov01	134.885	3.158	2,34	42.888	5.894	13,74	177.773	9.052	5,09
Dic01	134.452	3.168	2,36	43.766	6.026	13,77	178.218	9.195	5,16

Fuente: D. G. Tesoro y Política Financiera

En este contexto se explica la positiva evolución de los Fondtesoro en 2001. En efecto, a finales de diciembre el patrimonio de los Fondtesoro era de 9.195 millones de euros, lo que representa un aumento anual del 17,29%. El aumento se explica sobre todo por el aumento del patrimonio de los Fondtesoro FIAMM hasta los 6.026 millones de euros (un crecimiento del 29,11% anual), ya que los Fondtesoro FIM, con un patrimonio de 3.168 millones de euros, acumularon en el año una disminución del -0,09%.

Estas tasas de variación del patrimonio han permitido que la cuota de mercado de los Fondtesoro haya aumentado hasta el 5,16% a final de año. La cuota de mercado de los FIAMM se sitúa en el 13,77%, los FIM en el entorno del 2% sobre el total y del 8,91% respecto a los FIM de renta fija.

Con respecto a las gestoras que colaboran con el Tesoro en la comercialización de estos productos, cabe destacar que las dos entidades más activas (Ahorro Corporación Gestión y SCH Gestión) copaban a final de 2001 el 60% de la gestión de los Fondtesoro. El dominio de estas entidades ha aumentado respecto al año anterior, cuando gestionaban el 57% de estos fondos. En concreto, los fondos de SCH Gestión han aumentado su cuota de participación en los Fondtesoro FIAMM desde el 32% de diciembre 2000 al 41% actual, superando en nueve puntos a los de Ahorro Corporación, que han sido habitualmente los de mayor participación. Desde una perspectiva más general, en 2001 se produjo una fuerte pérdida de la participación de las gestoras de grupos de cajas de ahorros en favor de las de los bancos, cuyos fondos han pasado del 26% al 41% sobre el volumen total de los Fondtesoro, merced sobre todo al aumento en la comercialización de los FIAMM.

En cuanto al número de participes, los FIM acumulan 114.633 frente a los 349.346 de los FIAMM. Las rentabilidades obtenidas por los inversores en los Fondtesoro FIM y FIAMM en 2001 han sido del 3,97% y del 3,40%, frente a los 3% y 3,5% de los FIM de renta fija y de los FIAMM.

Por otra parte, se debe mencionar la reforma de la normativa de los Fondtesoro que el Tesoro pretende impulsar en 2002 y cuya tramitación se inició el año pasado. Los principales objetivos de la reforma se centran en tres grandes ejes:

- Permitir a los Fondtesoro operar en derivados con mayor libertad.
- Reducir las comisiones.
- Simplificar y homogeneizar entre sí y con el resto de la normativa de las instituciones de inversión colectiva los convenios de los cinco tipos de Fondtesoro existentes (FIM, FIAMM, Renta FIM, Renta FIAMM y Plus).

Respecto de la operativa en derivados, actualmente la normativa de los Fondtesoro FIM y FIAMM es diferente de la de los Fondtesoro Renta y Plus. Los primeros sólo pueden operar en futuros y opciones "para cubrir los riesgos financieros de su cartera de Deuda del Estado", mientras que los segundos sólo pueden operar "en derivados sobre Deuda española". La revisión pretende que todos los Fondtesoro puedan invertir, manteniendo la finalidad de cobertura, en opciones y futuros negociados sobre tipos de interés. Ello supone abrir las posibilidades de inversión a derivados sobre Deuda no necesariamente española y sobre otras referencias de renta fija como los tipos del interbancario.

En cuanto a las comisiones aplicadas por los Fondtesoro, la reforma pretende, de acuerdo con la filosofía de este producto, que las comisiones cargadas por este tipo de fondos sean inferiores a las aplicadas por la generalidad de los fondos de inversión. Las comisiones máximas de gestión y de reembolso de los Fondtesoro se reducirán desde sus actuales niveles a fin de lograr que el inversor obtenga mayores beneficios por depositar su confianza en un producto de Deuda Pública española.

CREADORES DE MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

La mayoría de los mercados de Deuda Pública se han basado, para el desarrollo de unos volúmenes de negociación relevantes y para asegurar unas condiciones de liquidez suficientes, en algún sistema de creadores de mercado (*market makers* o *primary dealers*, en la terminología anglosajona), esto es, en un grupo de entidades financieras que asumen unas obligaciones de "creación de mercado" que suelen traducirse en actuaciones en el mercado primario (acudiendo a las subastas y suscribiendo en ellas las emisiones de los distintos Tesoros para negociarlas posteriormente) y en el mercado secundario (negociando la Deuda por cuenta propia o por cuenta de terceros y ofreciendo permanentemente precios de compra y de venta para dichos títulos).

El incremento de la competencia entre emisores y el papel fundamental que desempeña la liquidez de un mercado como pre-requisito para atraer a los inversores, ha hecho que el buen funcionamiento de los creadores de mercado se haya convertido en un parámetro esencial para valorar un mercado. En este sentido, el Tesoro considera que, tras las sucesivas modificaciones a las que se hará referencia en el presente apartado, los creadores del mercado de Deuda del Reino de España, han contribuido decisivamente para hacer del nuestro uno de los mercados más eficientes de Europa.

La Orden de 10 de febrero de 1999 reguló la figura del creador de mercado de Deuda Pública del Reino de España, cuya función es la de favorecer la liquidez del mercado español de Deuda Pública y cooperar con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en la difusión exterior e interior de la Deuda del Estado. En dicha Orden se dio cabida a la posibilidad de que puedan pertenecer a la citada categoría entidades financieras sin establecimiento permanente en España. Por su parte, la Resolución de 11 de febrero de 1999 de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera estableció las condiciones en que los creadores de mercado tenían que desempeñar la función que se les encomendaba. En esta Resolución se establecieron los derechos y obligaciones del creador de mercado, cuándo se perdería la condición de creador de mercado, el sistema de evaluación de su actividad y el procedimiento de solicitud de esta condición. Esta Resolución fue modificada por otras de 10 de abril de 2000, de 10 de octubre de 2000 y de 31 de julio de 2001.

Es evidente que la vertiginosa evolución de los mercados financieros hace necesaria la revisión casi permanente de la figura del creador de mercado y de las funciones que se le encomiendan por parte del Tesoro. El Tesoro, principal emisor de valores en España, ha considerado conveniente reforzar la actividad de los creadores en el mercado de Deuda del Estado para que ésta no pierda atractivo en términos de liquidez frente a la de otros emisores soberanos de la Eurozona.

En 2001 el Tesoro presentó una propuesta de reforma del régimen de creadores de mercado cuya entrada en vigor se produce en marzo de 2002. El objetivo de la reforma es claro: la Deuda Pública española debe aprovechar plenamente las mejoras de la economía española, que han tenido su reflejo en la revisión al alza de la calificación crediticia de Moody's hasta el "Aaa", para pasar a ser considerada dentro de la "primera división" de la Deuda Pública del área euro. Para ello es necesario que esté dotada de un nivel de liquidez y de una base inversora diversificada que sólo se puede lograr con el concurso de las principales entidades que operan sobre estos activos y que, por su parte, también tienen el máximo interés en el desarrollo del mercado de Deuda del Tesoro Público. Por tanto, el Tesoro pretende con la reforma aumentar los compromisos de los creadores con mercado secundario, revisando además los criterios de evaluación de éstos para asegurar que el mercado secundario de la Deuda está a la altura de su calidad crediticia.

Por otra parte, con la finalidad de dar más valor a la condición de creador de mercado, el Tesoro pretende dar por finalizada la fase de expansión del grupo para consolidar su número en torno a la veintena de entidades. De esta manera, el compromiso de las dos partes será más estrecho y el beneficio común fruto del mismo debe aumentar.

La reforma afecta, básicamente, a dos áreas: la denominada "segunda vuelta" de las subastas y las obligaciones de cotización de los creadores de mercado.

La "segunda vuelta" de las subastas supone una remuneración implícita de la labor de creación de mercado, cuyo valor se puede calcular equiparándola a una opción de compra sobre los Bonos subastados en las subastas regulares del Tesoro. Hasta marzo de 2002 dicha opción se ha otorgado del siguiente modo: cada creador de mercado tiene derecho recibir, al precio medio ponderado de la subasta, el 20% sobre el nominal adjudicado en la subasta multiplicado por la participación de esa entidad en las dos últimas subastas de esa referencia; los creadores más activos tienen derecho a un 4% adicional sobre la misma base. Pues bien, la reforma propuesta pretende ligar este beneficio también al compromiso de los creadores de mercado con el mercado secundario, de modo que, manteniendo el 24% máximo al que pueden aspirar (calculado sobre el mismo volumen), éste pasa a distribuirse en tres tramos, frente a los dos actuales:

1. Un 10% del nominal adjudicado en la fase de subasta se concede a todos los creadores de mercado.
2. Un 10% adicional a aquellos creadores de mercado que, de acuerdo con la evaluación mensual, hayan mantenido un compromiso suficiente con el mercado secundario.
3. Otro 4% adicional que se podrá conceder a aquellos creadores de mercado que hayan resultado más activos en el período precedente a la subasta.

El ejercicio de la "segunda vuelta" se mantiene al precio medio ponderado de la subasta.

El otro eje de la reforma se refiere a las obligaciones de cotización. En este área se pretende asegurar que todos los Bonos segregables emitidos por el Estado se coticen por los creadores de mercado con diferenciales ajustados entre los precios de compra y venta (*bid-offer spread*) y por los volúmenes adecuados. Para ello, se divide al conjunto de creadores en tres grupos, debiendo cada uno de ellos cotizar los cinco Bonos de referencia (*benchmark*) más cinco Bonos segregables adicionales, que se dividen en tres cestas de cinco Bonos, uno por cada plazo (3, 5, 10, 15 y 30 años) y que se asignarán a los distintos grupos de creadores de mercado. A estas obligaciones se añade la de cotizar dos *strips*, más otros dos que se pueden sustituir por sendos Bonos, así como la de cotizar el futuro sobre el Bono notional a 10 años de MEF, que se puede sustituir por otro Bono. El esquema de obligar a cotizar tanto por la mañana como por la tarde se mantiene: los creadores de mercado deben cumplir sus compromisos un 70% de la jornada de mañana (8:30 a 14:30 horas) y un 45% de la de tarde (14:30 a 17:15 horas).

Con esto, se pasa de la actual obligación de cotizar los cinco *benchmarks* más cuatro Bonos más, dos *strips*, dos *strips* adicionales que se pueden sustituir por dos Bonos y el futuro de MEF (sustituible por un Bono a 10 años), a cotizar un total de 10 Bonos (cinco de referencia más otros cinco), manteniendo igual el resto. Sin embargo, es importante resaltar que al asignar la obligación de cotizar determinadas referencias a cada creador de mercado, el Tesoro asegura que todas las referencias segregables gozan de la liquidez necesaria.