

# EL MERCADO MATADOR, UN MERCADO GLOBAL Y AUTORREGULADO

Félix ARCE

## INTRODUCCION

Prepararse para 1992 es prepararse para el Mercado Europeo de Valores o, lo que es lo mismo, prepararse para la integración en los mercados internacionales, donde los mercados domésticos, bursátiles y no bursátiles, jugarán un papel fundamental para evitar que los flujos de activos de la inversión internacional institucional elijan otros mercados en competencia con los nuestros.

No cabe duda de que la generalización de la libertad de movimientos de capitales en 1992 intensificará las relaciones entre los mercados organizados al globalizar, si cabe aún más, los flujos internacionales de activos. Es una oportunidad única de ampliar el mercado de activos más allá de los límites del mercado doméstico.

Ha llegado el momento en que las instituciones y los instrumentos financieros de que disponemos funcionen dentro de un mercado organizado para hacer viables nuevas formas de mercado cada vez más libre, *competitivo* y *universalizado*. Ha llegado el momento de dar un enfoque estructural de cómo se debe hacer el mercado en España.

Será necesario adaptarnos rápidamente a un entorno más global, más sofisticado, más innovador y, sobre todo, más competitivo.

Lo realmente relevante es conseguir un mercado que sea auténticamente eficiente, que permita contrastes de futuro con la competencia que va a existir en otros ámbitos distintos de nuestro sistema financiero, y que ponga a prueba la capacidad de resistencia o de supervivencia que va a tener el sistema y organización de nuestro mercado frente a procesos más generales, como son la globalización de los mercados.

La futura estructura del mercado de capitales europeo presenta un gran desafío, tanto para los

intermediarios, inversores y emisores que conforman el conjunto del mercado de valores como para aquellas autoridades que están dedicadas a su funcionamiento y regulación.

## EL PROCESO DESREGULADOR EN EUROPA

La extensión y la profundidad de la desregulación financiera que se ha producido en el curso de las dos últimas décadas es, sin duda alguna, el fenómeno principal que ha marcado la actividad de los mercados de valores y del movimiento internacional de capitales, y ha sorprendido no sólo a las autoridades financieras y monetarias, sino a los mismos especialistas de la regulación. Se trata de determinar hasta qué punto es interesante regular un mercado, bajo qué condiciones y con qué modalidades.

En el debate regulación-autorregulación existen aspectos interesantes relativos a la estructura de los mercados. ¿De qué factores depende el que algunos mercados se doten a sí mismos de autorregulación, mientras otros precisan la intervención de agentes públicos externos? Generalmente, los mercados autorregulados tienden a ser más eficientes. Con frecuencia, las innovaciones han comenzado en mercados no excesivamente regulados. La regulación de determinados mercados tiene su origen en la incapacidad de éstos para asimilar recursos de manera eficiente; lo que, generalmente, se debe a estructuras no competitivas y a la falta de transparencia o de ética.

La maximización, que tiende a configurar un mercado autorregulado con características propias, no excluye la regulación por parte de las autoridades de aspectos tales como la protección del inversor final o el establecimiento de límites que eviten que esta maximización se obtenga a costa de establecer más barreras a la entrada que las necesarias;

de lo contrario, podría convertirse en un mercado oligopólico. Por lo tanto, deben existir límites intrínsecos a la capacidad autorreguladora de los mercados.

La autoridad gubernamental, o los agentes públicos externos, deben delegar en los profesionales ciertos aspectos de la regulación, tales como las prácticas y procedimientos de cada mercado, reservándose otras áreas, tales como la adecuación del capital y la protección al inversor, aunque la experiencia confirma que la disciplina establecida por la competencia es más dura que la impuesta por una institución gubernamental. El intermediario que comete una mala acción en el mercado se crea una mala reputación como resultado de esa acción incorrecta, por lo que los competidores evitan actuar con este intermediario, ya que, de lo contrario, tendría un impacto sobre su propia reputación.

Es necesario acentuar que la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) está a favor de la regulación de los mercados. Describir AIAF como un colectivo que no desea la regulación sería malinterpretar el carácter de nuestros objetivos. Lo que busca AIAF es una regulación de alta calidad, que sea practicable y no tan onerosa como para no permitir cómodamente la práctica del mercado. Su objetivo es mantener bajos los costes y eliminar las barreras que pudieran existir innecesariamente en la intermediación de valores.

En el caso de AIAF, la autorregulación del mercado se contempla más como unificación de prácticas de mercado y normas vinculantes para todos los miembros que eviten la dispersión en diferentes prácticas y procesos.

El mercado no puede ser una torre de Babel, donde se hablen diferentes idiomas financieros, con diferentes modos de operar y diferentes prácticas. Normalizar y estandarizar un mercado por vía de autorregulación permite que el propio mercado, por sí mismo, tenga tendencia a evitar la pérdida de cuota de mercado, adaptándose rápidamente a las innovaciones y a los cambios de las condiciones del mercado en cada momento.

Un exceso de regulación puede crear, sin desearlo, condiciones que permitan la huida de operadores hacia otros mercados o centros financieros menos regulados, existiendo el peligro de no recuperarlos ni siquiera cuando la nueva regulación se ponga en marcha. La regulación no sólo debe establecerse de acuerdo con lo deseable en el momento en que se constituye, sino que debe variar para corregir los problemas que ella misma puede producir a lo largo del tiempo en entornos económicos cambiantes.

En Europa, la necesidad de modernizar la regulación procede de la rápida evolución de los mercados domésticos, a causa de la liberalización de los movimientos de capitales en 1992. Esta situación propicia la necesidad de diseñar un marco regulador para conseguir un terreno de juego neutro en Europa que permita la integración de los mercados financieros europeos; pero la necesidad de abarcar a los doce países miembros dificulta que se establezca un sistema regulador unificado e integrado y una supervisión asimismo unificada.

Todos seguimos con mucho interés la forma y condiciones en que las directivas comunitarias se elaboran en Bruselas y las dificultades ante la diversidad de mercados de valores en Europa. Si analizamos las situaciones competitivas resultantes del régimen de estas directivas, observamos que solamente se pretende producir un campo neutral en el que las organizaciones, tanto internacionales como domésticas, en el mercado de valores puedan operar lealmente. Pensamos que debería haber normas comunes en Europa sobre la adecuación del capital y la protección al inversor.

No es posible dar lección alguna sobre cómo debemos reaccionar al desafío del mercado único. No hay ninguna receta. Cada país debe abordar este desafío por sí solo y resolver sus propios problemas. Lo que sí es posible afirmar es que necesitamos en Europa unos mercados domésticos integrados, líquidos, modernos, competitivos, visibles y abiertos, y si estos mercados no los podemos encontrar en los centros europeos más eficientes, los inversores los buscarán en otra parte y emigrarán a otras latitudes del mercado internacional, y Europa será la perdedora.

¿Podría actuar Londres como medio persuasor para que otros no lleven sus actividades fuera de la Comunidad? La City de Londres es un gran centro financiero internacional, es una auténtica plaza financiera en la que todo el mundo que quiere trabajar puede hacerlo, pero algunos creen que Londres está perdiendo el liderazgo en Europa ante americanos y japoneses, los cuales tienen una posición muy importante en el mundo financiero.

Londres representa un mercado internacional muy importante, pero no parece que, de cara al mercado único, pueda configurar por sí mismo el Mercado Europeo de Valores que se creará a partir de 1992.

Mercado único no es equivalente a un único mercado, como tampoco armonización quiere decir uniformidad. El mercado único es un mercado multiforme que pretende integrar los mercados mediante la armonización de las legislaciones nacio-

nales, excesivamente restrictivas, para crear un espacio europeo auténticamente neutral donde lealmente se desarrolle el proceso competitivo.

En estas condiciones, ¿cómo vamos a constituir conjuntamente el Mercado Europeo de Valores que se creará a partir de 1992?

Todo esto nos lleva a muchos cambios en el Mercado Europeo de Valores. Todos estaremos afectados por el programa comunitario, y por este motivo necesitamos considerar con sumo cuidado cómo va a cambiar el entorno en Europa.

No cabe duda de que las directivas de la CEE son elementos fundamentales de información dentro de la legislación financiera actual, la cual tendrá que ser aplicada y aceptada por los estados miembros para armonizar sus propias legislaciones. En Europa existe una gran variedad de mercados, desde los regulados oficialmente hasta los autorregulados por sus propios miembros; por otra parte, existen dificultades para fijar la línea que delimite la actuación de los bancos comerciales, los *merchant banks* y las sociedades y agencias de valores de las bolsas o sus equivalentes. En algunos países europeos, tales como Alemania, la Bolsa permite la actuación directa de la banca, una banca universal cuyo modelo no es equivalente al de otros países europeos. En España, la separación de actividades entre miembros de Bolsa, representados por las sociedades y agencias de valores y bolsa, por un lado, y la banca comercial y los *merchant bank*, por otro, no permite la actuación directa de la banca en las bolsas, reservándose la actuación de la banca en los mercados mayoristas, tales como el mercado de la deuda anotada y de renta fija privada, lo cual sugiere una dificultad añadida ante la diversidad de modelos en los mercados de valores europeos. Pero estas diferencias entre los mercados de valores europeos no impiden la configuración de un Mercado Europeo de Valores, resultado de la integración de los mercados domésticos europeos, en el que la City de Londres pueda desempeñar un lugar privilegiado en el mercado internacional.

Este y otros temas son sumamente importantes para configurar el futuro Mercado Europeo de Valores. Ningún país o centro financiero podrá resolver por sí mismo sobre estos temas; será necesaria cierta cooperación y una estructura que permita mantener contacto permanente con las autoridades en Bruselas, y cada vez parece más necesaria una sola voz que represente a todas las organizaciones europeas de valores.

Parece de vital importancia, por este motivo, que un exceso de regulación no ahogue los mercados

de valores. Cada vez es más necesaria una concertación entre los reguladores que permita la cooperación con los profesionales de la industria de valores. Las bolsas de valores europeas colaboran entre sí a través de la Federación de Bolsas Europeas, aunque sus diferencias de enfoque son de todos conocidas. Parecen especialmente importantes en esta etapa los puntos de vista de los diferentes mercados existentes en Europa, y no sólo los de los mercados bursátiles.

En relación con este tema, en el mes de diciembre del año pasado se celebró un *European Meeting* en Londres, al que fueron invitados AIAF, la Asociación de Miembros de Bolsas Españolas y otras asociaciones que agrupan a las principales instituciones financieras que operan en los mercados europeos de valores. Se pretende que una nueva organización represente, con una sola voz, los intereses comunes de todos los mercados de valores de los países de la CEE, tanto bursátiles como no bursátiles.

No es probable, a pesar de todo, que en 1993 exista un Mercado Europeo de Valores totalmente integrado. La incertidumbre sobre el futuro marco regulador en cada país miembro limitará la integración, aunque es probable que la presión competitiva de los flujos de capital tenderá a armonizar por sí misma los distintos mercados domésticos de valores. El principal efecto de la segunda directiva bancaria, y su contribución a la integración de los mercados, no va a tener un reflejo inmediato. Es previsible que en esta primera etapa, en un primer efecto, sólo mejorará globalmente la eficiencia de los mercados, al sustituir de modo gradual las regulaciones nacionales, excesivamente restrictivas e ineficientes.

¿Permitirán estas directivas evitar la competencia entre los propios reguladores?

Es difícil dar una respuesta en materia reguladora. Cada Estado de la CEE puede regular con mayor o menor flexibilidad, pero los gobernantes deben darse cuenta de que el mercado de capitales debe corregirse por sí mismo. El propio mercado americano, fuertemente regulado hasta el momento, está cambiando. Tenemos un ejemplo reciente: la norma 144 A en el mercado de valores estadounidense, la cual, en términos financieros, puede compararse con el derribo del muro de Berlín. La SEC estadounidense, desde la Gran Depresión, había construido una reglamentación configurada por barreras casi inexpugnables que han sido derribadas por el mismo que las construyó, es decir, la SEC (Security and Exchange Commission). La competencia de otros mercados internacionales menos regulados ha sido el factor desencadenante

de esta flexibilización. La armonización de las distintas regulaciones de los mercados domésticos europeos no sólo vendrá impuesta por las directivas comunitarias, sino por la propia competencia entre los distintos centros financieros para evitar la huida a otros mercados menos regulados. Este ejemplo nos obliga a prestar atención a la regulación de los mercados europeos a causa de que el marco actual para la configuración de un Mercado Europeo de Valores presenta muestras de posibles ineficiencias, cuya corrección, en buena parte, dependerá de las futuras medidas complementarias y de su puesta en práctica en los distintos países.

No cabe duda de que necesitamos un Mercado Europeo de Valores abierto y competitivo, cuya eficiencia dependerá de que las normas y directivas comunitarias que regulan este mercado puedan ser objeto de estudio por parte de los profesionales que intervienen en el mercado; es decir, por aquellos que entienden perfectamente cómo funciona el mercado y son, además, sus protagonistas.

#### **NUEVOS ESCENARIOS PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE BONOS MATADOR DE CARA A 1992**

Según se deduce de lo expuesto, sabemos que si tenemos un exceso de regulación y prácticas poco flexibles, el mercado podrá en el futuro emigrar a otras partes de la Comunidad Económica Europea con gran facilidad. En estos tiempos de grandes tecnologías, hay muchas posibilidades de difusión de precios y de contratación en firme a través de pantallas en tiempo real, en forma absolutamente descentralizada. Por este motivo, a partir de 1992, a causa de la apertura de las fronteras financieras, la liberalización del mercado de capitales y la armonización fiscal, los escenarios de los mercados cambiarán. Por lo tanto, la organización del mercado matador que estamos configurando tiene en cuenta estos nuevos escenarios. Esos cambios afectarán a la estructura del euromercado y de los mercados domésticos en Europa.

Hace apenas cinco años, la mayoría de los mercados de capitales domésticos europeos eran muros inexpugnables separados por controles de cambio y restricciones a la libre entrada y salida de capitales.

La actividad de los mercados domésticos era escasa, no sólo por el reducido número de creadores de mercado, intermediarios e inversores que tenían acceso a los mismos, sino porque existían sistemas muy anticuados para la negociación,

compensación y liquidación de valores, que determinaban elevados costes de transacción.

En contraste, hace cinco años, los mercados de eurobonos se encontraban en la cima de su apogeo y capacidad innovadora. La ausencia relativa de regulaciones y barreras a la entrada de capitales en el mercado de eurobonos había convertido a este marco, desde los años setenta, en el foco de actividad principal de los emisores, intermediarios e inversores. Por esta causa, en 1985, el mercado de eurobonos tuvo un aumento espectacular del 70 por 100 respecto a 1984.

Europa, frente a 1992, ha emprendido un proceso de liberalización que ha determinado que esta situación, en muy poco tiempo, haya cambiado drásticamente. En la mayoría de los mercados de valores domésticos europeos ha mejorado la competitividad en muy corto plazo, y se han tomado medidas para cotizar a precios competitivos, reducir las barreras a la entrada de instituciones financieras y automatizar las cotizaciones de precios y la negociación de valores; se ha estimulado por igual la ampliación de instrumentos disponibles para los inversores y emisores en los mercados domésticos, y se han establecido las bases de los mercados derivados.

No ha sido ajena a esta evolución la supresión de las restricciones a la importación de capital, que ha permitido que un número mayor y más variado de emisores accedan a los mercados domésticos de capitales.

En estas condiciones, la distinción entre euromercado y mercado doméstico en Europa está disminuyendo. Aunque en el euromercado se siguen negociando cifras importantes y nuevas emisiones de bonos y papel comercial, muchos mercados domésticos están penetrando muy rápidamente en el ámbito internacional sin dejar de ser domésticos.

Nuestro *mercado matador* es, quizá, el mejor ejemplo de un mercado europeo nuevo, que no es totalmente un mercado doméstico ni un euromercado tradicional y que, al mismo tiempo, sin dejar de ser un mercado español, es un mercado internacional, un mercado de nuestro tiempo que se aproxima a la evolución que se espera de los mercados domésticos europeos. Es evidente que estamos asistiendo a una potenciación e internacionalización de los mercados domésticos en detrimento del euromercado, cuyo auge se debe no tanto a su organización y eficacia como a las regulaciones y barreras a la entrada de capitales que impedían la actuación de los mercados domésticos más allá de sus propias fronteras, y que ahora desaparecen con la realización de vastas reformas en los mercados domésticos europeos.

Sin duda, estos cambios condicionarán la estructura del euromercado, la cual tenderá a ser reemplazada por una red integrada de mercados domésticos europeos, por lo que es más que probable que, de cara al mercado único, contemplemos el mercado europeo como una red de centros financieros domésticos con medios de difusión de precios a nivel internacional y con intermediarios e instituciones financieras manteniendo una posición preferencial en sus propios mercados que les permita, al mismo tiempo, ensanchar sus límites naturales más allá de sus fronteras.

Para lograr que esta red integrada de mercados domésticos europeos, eventualmente, reemplace a la antigua estructura, todavía será necesario vencer algunos obstáculos, tales como la escasa liquidez que enfrenta a los mercados domésticos de menor tamaño y la ineficiencia de los canales de distribución.

El beneficio inmediato de esta nueva estructura será el fortalecimiento de cada mercado doméstico, los cuales pugnarán por crear las condiciones necesarias que permitan mantener arraigados sus propios valores para evitar su emigración a otras latitudes.

Otro beneficio de la plena liberalización del movimiento de capitales será la competencia; por consiguiente, la organización de unos mercados domésticos líquidos, modernos, transparentes, abiertos y competitivos.

Los que deseen obtener capital y los que quieran invertir en títulos de renta fija buscarán una mayor liquidez en el mercado que utilizan; y los inversores institucionales tenderán a negociar la estructura de sus carteras para cambiar su ponderación, demandando un efecto inmediato en sus decisiones, pero si no pueden encontrar estas condiciones en su propio mercado doméstico, las buscarán en otra parte.

En estas condiciones es legítimo que cada país tienda a convertir su plaza en centro de cotización y contratación de valores en su divisa para permitir recibir los flujos de inversión extranjera. En estos tiempos de grandes tecnologías, hay muchas posibilidades de hacer difusión de precios fuera de las fronteras y enlazar electrónicamente los centros financieros domésticos.

Con unos mercados domésticos europeos abiertos al exterior, cobrará una importancia fundamental la gestión a través de fronteras nacionales de importantes volúmenes de valores en el mínimo tiempo posible. Esto ha puesto de manifiesto la necesidad de sistemas domésticos de compensa-

ción y liquidación de valores más rápidos y eficientes, entre los cuales los registros y anotaciones en cuenta electrónicos figuran como punta de lanza, con la consiguiente pérdida de importancia de los títulos físicos. La internacionalización de los mercados domésticos requerirá acuerdos de cooperación que permitan el traspaso rápido de posiciones entre los sistemas de *clearing* doméstico y los supranacionales para facilitar las transacciones de mercado secundario de nuestras fronteras.

Ante el horizonte que ofrecen los mercados de capitales domésticos en Europa, es urgente potenciar la plaza financiera de Madrid como núcleo para todas las operaciones que se realicen y denominen en pesetas, y como centro reconocido de cotización internacional de nuestros propios valores. Parece que el camino de la *desregulación* no favorece la antigua estructura del euromercado.

No podemos pensar que nuestro mercado no se verá afectado por otras plazas financieras en Europa; ningún mercado podrá mantener una situación de privilegio en la contratación de títulos, a no ser que tenga una estrategia más adecuada que los otros mercados, es decir, una estrategia basada en un mercado abierto y eficaz. La liberalización del mercado de capitales y la armonización fiscal afectarán a los inversores españoles, los cuales podrán canalizar su inversión sin dificultad a otros mercados.

Hay tendencias generales que nos van a afectar a todos, y que habrá que tener en cuenta. Las empresas, las grandes compañías comerciales dentro de la CEE, están estableciendo estrategias que permitan pensar en un mercado único para la interacción de los doce mercados. Cada vez hay más fusiones, opas, adquisiciones, etc. Las empresas están creando un horizonte totalmente europeo y, por consiguiente, nuestra estrategia debe contemplar este escenario. Muchas instituciones europeas ven a España como un lugar ideal para hacer negocios, que debemos aprovechar, antes de la ampliación del Mercado Común, para permitir consolidar nuestros mercados. Es lógico pensar que, en estas condiciones, muchas empresas españolas estarán pensando en 1992, más allá de su mercado doméstico, para obtener financiación de sus negocios.

A partir de 1993 se darán las condiciones para que cualquier particular o empresa española pueda colocar sus fondos o excedentes de tesorería en cualquier activo financiero, en cualquier moneda y a través de cualquier intermediario que desee; cualquiera que sea su nacionalidad de origen, tenga o no establecimiento permanente en un país

determinado, podrá transferir libremente fondos, cuentas y activos de unos países a otros del territorio comunitario.

Sólo un gran esfuerzo de adaptación podrá permitir aprovechar las ventajas que ofrecerá el mercado único a las empresas y particulares en el campo de los mercados financieros.

Es de vital interés, dados los retos que suponen los recientes cambios económicos y políticos en muchas partes del mundo, incluyendo Europa, que el mercado de renta fija en España mantenga y refuerce su posición entre los principales mercados domésticos europeos. Un mercado secundario, líquido, abierto y competitivo constituye uno de los desafíos más importantes que tiene el sistema financiero español de cara al mercado único.

Es difícil evaluar el esfuerzo para lograr esta ambiciosa meta, pero las autoridades supervisoras y reguladoras también necesitan proporcionar un marco adecuado dentro del cual se pueda operar efectivamente, en interés de los inversores, emisores y participantes en este mercado.

Hemos alcanzado una fase particularmente activa en la evolución de los mercados domésticos en Europa que tratan de ampliar sus actividades internacionales. Hace muy poco tiempo, muchos de ellos, sin excluir el nuestro, se mantenían herméticos a los desarrollos de los mercados internacionales. Por otro lado, se está acelerando el acercamiento hacia un *Mercado Europeo de Valores* como resultado de los desarrollos y tendencias en el campo de la cooperación monetaria, adelantándose incluso a 1992.

Estos estimulantes avances suponen un gran desafío, a la vez que una enorme responsabilidad. Tenemos que determinar la estructura que mejor se adapta a cada una de nuestras propias empresas en los mercados del futuro, por el hecho de que, además de la competencia entre instituciones financieras a través de las fronteras nacionales, la competencia entre los diferentes mercados financieros no permitirá más privilegios que los derivados de su eficacia y organización.

En la medida en que los distintos mercados domésticos se conviertan en internacionales, tendrán que tratar problemas referentes a cuestiones técnicas y a la eficacia en las transacciones en el mercado de capitales.

Como conclusión a lo expuesto, será necesario, cada vez con más frecuencia, la cooperación entre los distintos mercados domésticos de valores y los de ámbito internacional, así como las instituciones

reguladoras, tales como la CEE y las autoridades de cada país. En el mes de marzo próximo tendrá lugar un segundo encuentro del *European Meeting*, constitutivo de una organización común, cuya configuración no está totalmente definida, en la que estarán representados los mercados de valores españoles por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) y por la Asociación de Miembros de Bolsas Españolas.

AIAF, como miembro asociado de la Association International Bond Dealers (AIBD), coordina el mercado de bonos matador con esta institución y coopera, a su vez, con los centros de *clearing* supranacionales Cedel y Euroclear a través de Espaclear, S. A. Este tipo de cooperación será necesario cada vez con más frecuencia a causa de la internacionalización de los mercados domésticos.

## EL SISTEMA SECA Y LOS CREADORES DE MERCADO

Por primera vez, se ha establecido en España un Mercado Secundario Organizado Mayorista no Oficial; un mercado autorregulado con las características de un SRO (*Self Regulatory Organization*). La apertura del mercado de pagarés de empresa, cédulas hipotecarias y bonos matador, en octubre de 1990, ha permitido iniciar un mercado soportado por el Sistema SECA (Sistema Estandarizado de Cotización AIAF) y por el sistema de compensación y liquidación representado por Espaclear, para, finalmente, configurar a AIAF como mercado organizado.

Las órdenes de compra y venta están soportadas por los procesos de los sistemas SECA y Espaclear como se puede apreciar en el diagrama del gráfico 1.

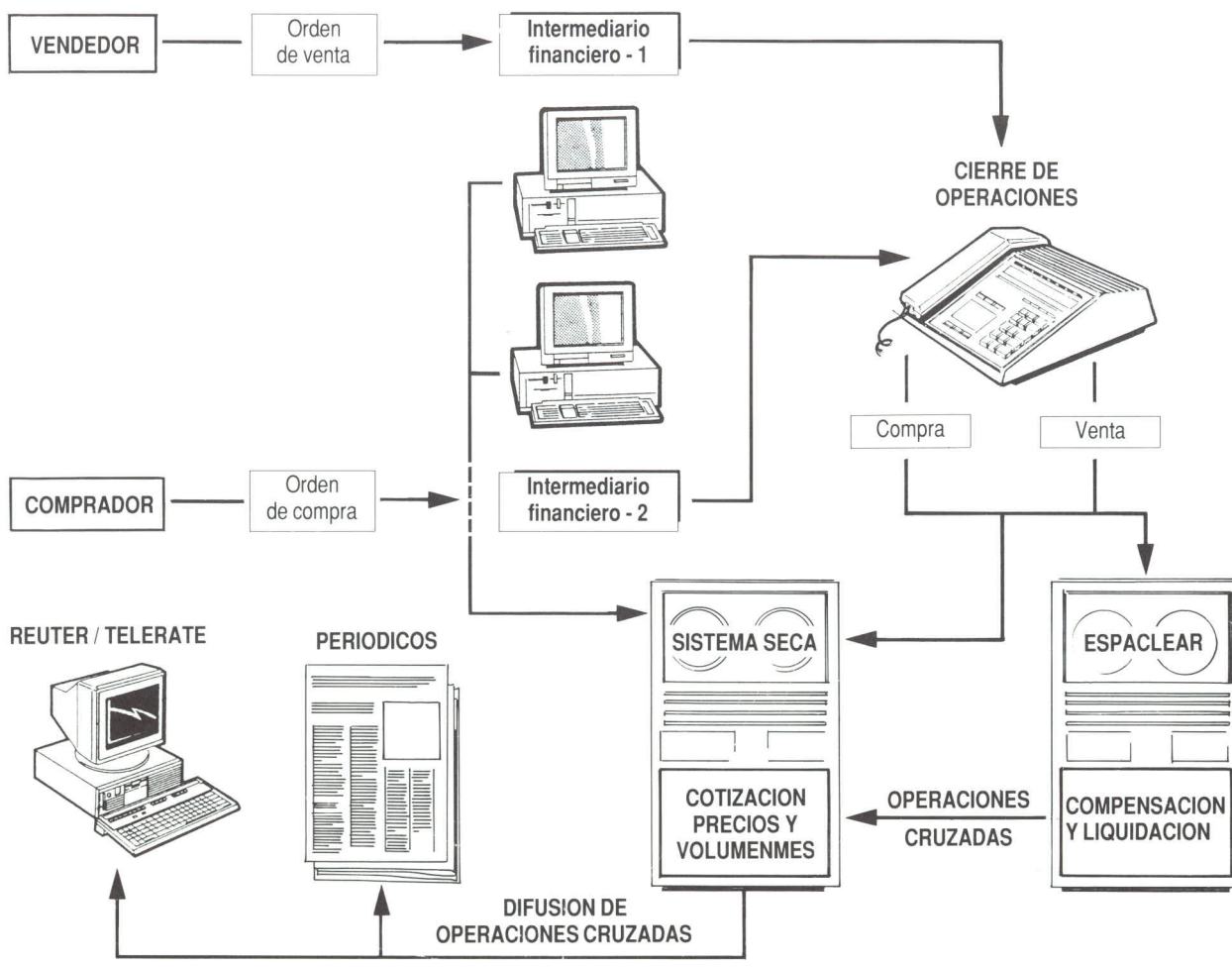
Además de estos soportes técnicos, el verdadero soporte del mercado matador está constituido por sus miembros. AIAF cuenta actualmente con 118 miembros, que comprenden la práctica totalidad del sistema financiero español:

Banca privada .....	40
Banca oficial .....	5
Banca extranjera .....	24
Cajas de ahorro .....	22
Sociedades y agencias de valores y bolsa ..	20
SMMD .....	5
Otros .....	2
	<hr/>
	118

La contratación de la renta fija funciona mal sobre mercados centralizados. Lo ideal es hacer un

Gráfico 1

PROCESOS DE LOS SISTEMAS SECA Y ESPACLEAR



mercado mayorista con creadores que tomen posiciones de compra y venta. El mercado matador exige un modelo descentralizado —no situado en un lugar físico determinado— dirigido por precios, global y abierto a todos los intermediarios.

Los mercados centralizados, tales como bolsas de valores, tienen un importante papel en la difusión de precios dentro de un mercado de pequeños inversores; por ello, estos mercados solamente son válidos en las operaciones de detallistas.

El «mercado matador» es un mercado abierto y competitivo al que pueden acceder todo tipo de intermediarios desde las sociedades de valores y bolsa hasta las grandes entidades financieras con grandes recursos, que actúan como creadores de mercado, capaces de asegurar las emisiones de renta fija, las cuales compran al emisor para, a su vez, vender a sus clientes o a otras entidades miembros de AIAF.

Este carácter abierto y competitivo permite configurar un ámbito de negociación idóneo, en el que cualquier inversor puede acercarse a una entidad miembro de AIAF, con capacidad de presencia en el mercado y redes de distribución en España y en el mercado internacional, para facilitar los valores que está demandando.

En el mercado de bonos matador, la figura de *creador de mercado* es esencial.

Para este segmento del mercado de renta fija ha sido diseñado también un sistema de «préstamos de bonos», gestionado por Espaclear, que permite prestar bonos hasta un límite determinado a ciertos miembros del mercado AIAF que se hayan quedado cortos de títulos para que, de esta forma, puedan cumplir con sus compromisos.

Los creadores de mercado se distinguen de los miembros participantes por estar dispuestos a comprar y vender cantidades específicas a precios

**CUADRO NUM. 1  
EJEMPLOS REALES DE PANTALLAS ESTANDARIZADAS DE COTIZACION**

0000 MERCADO BONOS MATADOR-AIAF-SPANISH MATADOR BOND MARKET BVDS  
BANCO BILBAO VIZCAYA - MADRID TEL. 3743327/3001 FAX. 5324630

0000	ISSUER	ISSUE	BID	ASK	VOLUME	YIELD
1028	AUSTRIA	13.55 080297	101.30	101.80	50*50	13.10
1029	E.I.B.	14.35 191095	102.35	103.35	50*50	13.47
1030	DENMARK	13.75 020895	98.75	99.75	50*50	13.70
1030	W.B.	13.75 240795	100.00	101.00	50*50	13.39
1031	EUROFIMA	13.75 280695	99.25	100.25	50*50	13.55
1031	N.I.B.	13.80 301198	98.75	100.25	50*50	13.60
1031	E.I.B.	13.90 220300	100.30	100.70	50*50	13.75
1033	CECA	13.50 191295	100.30	100.80	50*50	13.25
1032	E.I.B.	13.35 201297	99.00	100.00	50*50	13.58

0000 MERCADO BONOS MATADOR-AIAF-SPANISH MATADOR BOND MARKET BHMB  
BANCO HISPANO AMERICANO TEL. 5210485/5215713 TLX 45473/45157

0000	ISSUER	ISSUE	BID	ASK	VOLUME	YIELD
1252	AUSTRIA	13.55 080297	---	---	50*50	---
1212	E.I.B.	14.35 191095	100.65	101.65	50*50	14.10
1213	DENMARK	13.75 020895	98.65	99.65	50*50	14.10
1214	W.B.	13.75 240790	98.67	99.67	50*50	14.10
1214	EUROFIMA	13.75 280695	98.67	99.67	50*50	14.10
1214	N.I.B.	13.80 301198	90.98	99.98	50*50	14.00
1216	E.I.B.	13.90 220300	99.37	100.37	50*50	14.00
1216	CECA	13.50 191295	97.90	98.90	50*50	14.10
1217	E.I.B.	13.35 201297	97.17	98.17	50*50	14.00

0000 MERCADO BONOS MATADOR-AIAF-SPANISH MATADOR BOND MARKET CLDL  
CREDIT LYONNAIS, PARIS TEL 1 - 4295 2370

0000	ISSUER	ISSUE	BID	ASK	VOLUME	YIELD
0000	AUSTRIA	13.55 080297	0	0		
0901	E.I.B.	14.35 191095	102.25	0	25	13.62
0901	DENMARK	13.75 020895	99.00	100.00	50/50	13.99
0904	W.B.	13.75 240795	100.25	101.25	50/50	13.60
0903	EUROFIMA	13.75 280695	99.25	100.25	50/50	13.92
0904	N.I.B.	13.80 301198	99.10	99.90	50/50	14.03
0904	E.I.B.	13.90 220300	101.35	102.35	50/50	13.62
0904	CECA	13.50 191295	99.8	100.60	50/50	13.52
0905	E.I.B.	13.35 201297	98.00	99.00	50/50	13.76



anunciados con antelación. Un creador de mercado proporciona liquidez, o «inmediatez», al mercado, obviando la necesidad de esperar a encontrar una parte dispuesta a tomar una posición igual o contraria. Nuestras reglas obligan al creador de mercado a ofrecer simultáneamente precios de compra y venta con un margen máximo de 100 puntos básicos.

Generalmente, este compromiso se adquiere por el banco director y los principales aseguradores de cada emisión. El banco director, obligadamente, adquiere el compromiso de cotizar la emisión como creador de mercado durante un tiempo mínimo de seis semanas.

El creador de mercado se compromete a comprar y vender a los demás creadores y miembros participantes, con riesgo de tener que tomar una posición (larga o corta) en la emisión para la que crea mercado. También puede «cruzar» órdenes, es decir, «casar» órdenes de compra y venta de terceros sin alterar su cartera.

Un creador de mercado se enfrenta a tres tipos de riesgos:

a) Costes fijos asociados con el hecho de estar dispuesto a comprar y vender en cualquier momento con un diferencial de 100 puntos básicos.

b) Costes variables asociados a llevar a cabo la operación.

c) Costes asociados con tener que aceptar a veces una posición abierta, debido a su compromiso de negociar a ambos lados.

El creador de mercado de bonos matador acepta el principio de reciprocidad. Para asegurar esta reciprocidad en la asunción de riesgos y costes entre dos creadores de mercado (CM) (A) y (B), y evitar que un creador de mercado (A) pueda operar con (B) asumiendo solamente en un lado del mercado, cuando el CM (A) reciba de (B) precio de ambos lados, (B) puede pedir precio de retorno y viceversa, aunque ambos previamente no hayan intermediado.

En un mercado mayorista, en el que el compromiso mínimo es de 25 millones de pesetas, los precios, por lo tanto, se reflejan en función del volumen mínimo ofrecido.

Se deduce que este mercado está dirigido por precios y no por órdenes, como en las bolsas. La creación de mercado estabiliza los precios y tiende a reducir los costes de los emisores.

El Mercado Mayorista de Renta Fija de AIAF trata de potenciar la plaza de Madrid como núcleo financiero por excelencia para todas las operaciones de

renta fija que se realicen y denominen en pesetas, y como centro reconocido de cotización internacional de nuestros propios valores.

Las finalidades concretas de la Asociación para el segmento matador son:

- Mantener un *centro de negociación y cotización* sobre la *plaza de Madrid* exclusivo para los *miembros de AIAF*, diferenciado del *mercado de eurobonos*.

- Posibilitar la participación de todos los *miembros de la Asociación* y sus organizaciones en otras plazas a través de los miembros creadores de precios de compra-venta, que permita su constante actualización, de forma que se facilite el desarrollo de un mercado secundario de *bonos matador* líquido, profundo y competitivo.

- Conseguir un compromiso de participación de los *creadores de mercado* en un número mínimo de emisiones cotizadas simultáneamente por el lado de la oferta y por el de la demanda, cotizando en el mercado a otros *creadores de mercado* y ofreciendo los mejores precios a otros *miembros participantes de la Asociación* que no tengan esta condición.

- Alimentar una *página multicontribuida* de amplia difusión sin restricciones, en el nivel nacional e internacional, que tome como fuente las páginas contribuidas permanentemente actualizadas por los *creadores de mercado*, para reflejar los mejores precios de compra (el más alto) y de venta (el más bajo) de cada emisión y su rentabilidad actualizada con cada cambio de precios.

La página multicontribuida para bonos matador funciona siempre de forma automática, y exige la permanente actualización de precios, aun cuando los precios no hayan sufrido variación. Si la hora figura en cero, por no haber variado los precios, éstos no son tomados por la hoja multicontribuida. El *software* desarrollado permite: insertar las claves de las páginas de los creadores que ofrecen el mejor precio de compra y de venta de cada emisión, comprueba que la diferencia entre ambos precios no es superior a 100 puntos básicos, condición necesaria para que figuren reflejados los mejores precios en la página multicontribuida y permite comprobar la rentabilidad volviendo a calcular el TIR figurado en sus páginas por los creadores de mercado, comprobando que es correcto. Tampoco recoge el mejor precio de compra y venta si no figura cotizado a ambos lados del mercado simultáneamente. La función de la página multicontribuida no sólo es informativa; es una fórmula útil para autocontrolar el mercado.

**CUADRO NUM. 2  
EJEMPLO REAL DE PANTALLA MULTICONTRIBUIDA**

1218 MERCADO BONOS MATADOR-AIAF-SPANISH MATADOR BOND MARKET MAOC

TIME	ISSUER	ISSUE	PAGE	B.BID	B.ASK	PAGE	YIELD
1028	AUSTRIA	13.55 080297	BVDS	101.30	101.30	BECM	13.10
1012	E.I.B.	14.35 191095	BHMB	102.35	101.65	BSNS	13.64
1213	DENMARK	13.75 020895	BHMB	99.30	99.65	BSNS	13.95
1214	W.B.	13.75 240795	BHMB	100.30	99.67	BSNS	13.65
1214	EUROFIMA	13.75 280695	BHMB	99.30	99.67	BSNS	13.95
1214	N.I.B.	13.80 301198	BHMB	99.25	99.98	BSNS	13.95
1216	E.I.B.	13.90 220300	BHMB	100.30	100.37	BSNS	13.83
1216	CECA	13.50 191295	BVDS	100.30	98.90	BSNS	13.25
1217	E.I.B.	13.35 201297	BHMB	99.05	98.17	BSNS	13.56

- Contribuir a la transparencia del mercado mediante la utilización de pantallas y páginas estandarizadas del sistema SECA para su difusión a través de Reuters, Telerate y otros medios de difusión, tales como la prensa, para permitir dar publicidad a precios e importes cruzados o contratados en un ámbito de audiencia nacional e internacional.

- Compensar a través de un sistema nacional integrado con los dos grandes sistemas de *clearing* supranacionales —CEDEL y Euroclear—, que permita fácilmente intercambiar las posiciones en cada uno de los sistemas.

Este es el enfoque fundamental del mercado AIAF, es decir, mercados abiertos, normas y prácticas de mercado establecidas por los profesionales que intervienen en él, que son los que entienden perfectamente cómo funciona el mercado, y que además son sus actores o protagonistas los que saben cuáles son los puntos importantes y, por consiguiente, pueden hacer que el mercado funcione eficazmente, siempre bajo la regulación de la CNMV y dentro de LMV.

Un mercado global, como es el mercado matador, universaliza el mercado, al permitir la cotización de los creadores de mercado no sólo desde el lugar de residencia, sino también desde sus organizaciones en el exterior; por ejemplo, el Crédit Lyonnais cotiza desde París, y el Deutsche Bank desde Luxemburgo. El Sistema SECA es visible internacionalmente, permitiendo visualizar desde la pantalla los mejores precios de compra y venta y los precios cruzados en el mercado matador desde todas las partes del mundo. Los creadores de mer-

cado cotizan en las pantallas estandarizadas, desde cualquier parte del mundo, característica básica de un mercado global.

#### **DIMENSION DEL MERCADO MATADOR**

Desde el 1 de enero, AIAF ha iniciado la cotización y difusión de precios con el soporte SECA.

Actualmente, la deuda viva del mercado matador es de 575.000 millones de pesetas. Un volumen como el indicado genera las condiciones de liquidez para configurar un mercado secundario, desafío que es indispensable afrontar de cara al mercado único.

Durante las semanas transcurridas, desde la apertura del mercado matador en AIAF, el volumen negociado ha sido de 50.453,1 millones. La semana del 4 al 8 de febrero de 1991, el volumen negociado fue de 27.828,8 millones con una media diaria de 5.565,68 millones (gráfico 2).

Desde el 1 de enero, el crecimiento del mercado ha sido de 55.000 millones, correspondiente a cuatro emisiones realizadas por la República de Austria, Banco Interamericano de Desarrollo, Banco Europeo de Inversiones y Banco Mundial.

Todos los emisores del mercado matador tienen la calificación AAA, excepto el Reino de Dinamarca, que es AA, y el Consejo de Europa, que tiene la calificación de AA+.

A pesar de la reciente exención de retención fiscal para la deuda pública a los no residentes en la CEE, no se observa una menor negociación de

**CUADRO NUM. 3  
EJEMPLO REAL DE PANTALLA DE DIFUSION DE PRECIOS CONTRATADOS**

1306 MERCADO MATADOR		-AIAF-	OPERACIONES CRUZADAS AIAJ				
TITULO DE EMISION	CUPON	PR.MAX	PR.MIN	VOL.	PR.MEDIO	TIR	
AUSTRIA	080297	13.55	101.50	100.30	2150	100.75	13.36
N.I.B.	301195	13.80	100.12	99.12	10	99.62	13.88
A.F.B.	070896	12.50	92.87	91.87	15	92.37	14.44
E.I.B.	220295	13.50	99.30	98.30	29	98.60	13.76
E.I.B.	280694	12.20	95.87	94.87	8	95.37	13.74
EUROFIMA	300893	13.75	95.12	94.12	3	94.62	14.10
EUROFIMA	140694	12.37	95.85	94.85	15	95.35	13.96
C.E.E.	240793	12.37	96.75	95.75	10	96.25	13.92
C.E.E.	161195	12.37	94.75	93.75	5	94.25	14.06
W.B.	271098	10.37	84.40	83.40	22	83.90	13.75
W.B.	210694	12.37	96.25	95.25	5	95.75	13.78
E.I.B.	220300	13.90	103.10	100.10	110	101.06	13.67

EN MERCADO MATADOR SE HAN CRUZADO 2.382 MILLONES DE PESETAS  
 -----  
 // VER PAGINA MADE //

FECHA 11/01/91

XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX INFORMACION XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX  
 + NUEVA EMISION ADMITIDA A COTIZACION EN MERCADO GRIS  
 + -----

EMISOR--- REPUBLICA DE AUSTRIA -AUSTRIA-  
 IMPORTE--- 15.000 MILLONES CUPON--- 13,55  
 PRECIO DE EMISION--- 101.80 FECHA DE PAGO---8/02/91  
 BANCOS DIRECTORES--- BANCO BILBAO VIZCAYA, CITIBANK  
 FECHA DE VENCIMIENTO--- 9/02/97

bonos matador; por el contrario, el mercado se comporta competitivamente, concentrándose en los plazos a tres y cinco años de los bonos del Tesoro y sin incidencia, por el momento, en los plazos comprendidos entre siete y diez años. Es previsible que en estos últimos plazos se tomen como referencia las rentabilidades de bonos matador para las próximas subastas del Tesoro, aunque la calificación AAA de los bonos matador, muy solicitada en Centroeuropa, permitirá segmentar el mercado de la peseta entre no residentes.

El mercado gris de bonos matador se desarrolla en su totalidad en la plaza de Madrid y se cotiza en las pantallas estandarizadas de AIAF, que son contribuidas por los creadores de mercado, desarrollándose de forma muy activa y competitiva.

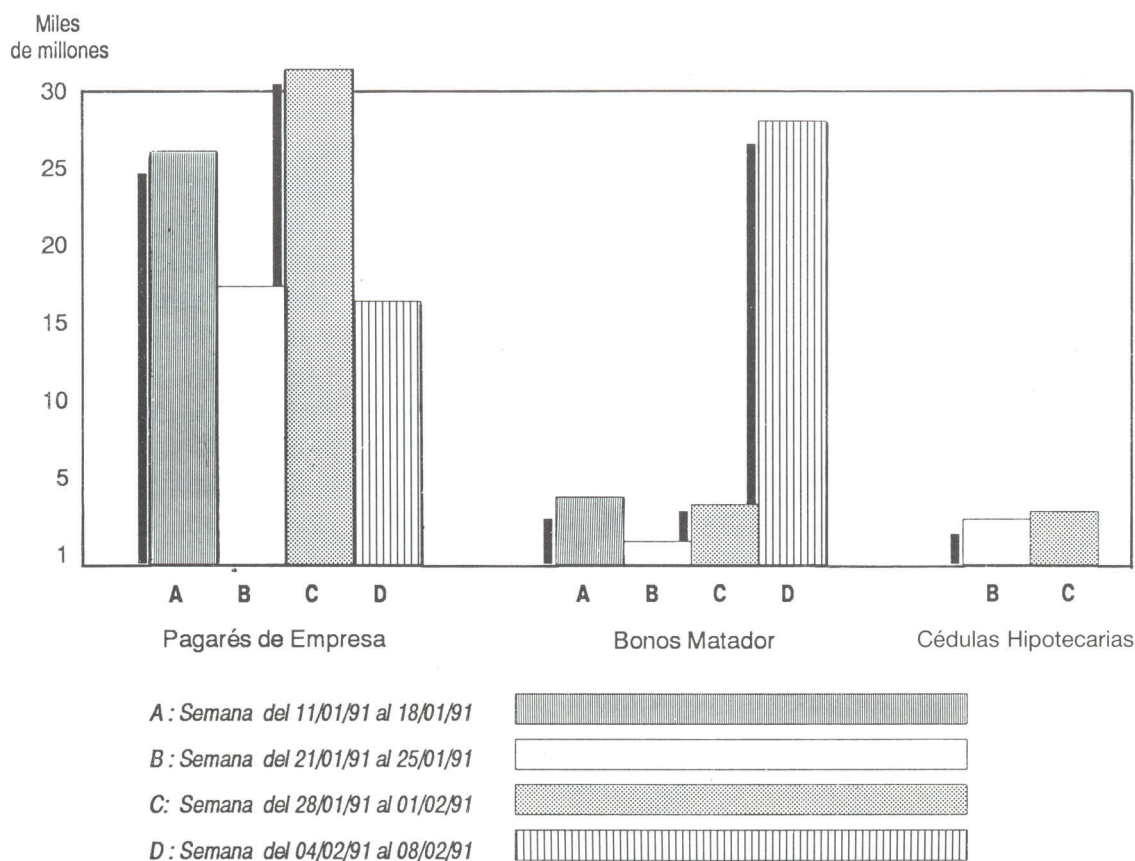
**EL FUTURO DEL MERCADO DE BONOS MATADOR COMO MERCADO GLOBAL**

Desde que España ha sido aceptada dentro del SME, ha quedado de manifiesto que el riesgo cambiario implícito de hacer inversiones en pesetas quedaba notablemente disminuido por la banda de fluctuación de la peseta con respecto a nuestros socios comunitarios.

El hecho de que las autoridades españolas también decidieran otorgar a los bonos matador un tratamiento fiscal que era evidentemente favorable con respecto a otros instrumentos de singular consideración, como pueden ser los bonos del Tesoro del Estado español, hacía que, desde el punto de

Gráfico 2

## CUADRO COMPARATIVO SEMANAL



vista de un no residente, fuera una de las mejores ofertas en términos de inversión disponibles en ese momento, y se convertía en una posibilidad de arbitraje para el emisor, que normalmente se trasladaba a otros mercados, cuando no estuviera interesado en mantener ese pasivo en pesetas. La persistencia de desequilibrios crónicos entre los tipos de interés de la peseta doméstica y la peseta en el mercado exterior permitía y acentuaba, en algunos casos, la existencia de ese arbitraje, de forma que ya no era un mejor tratamiento fiscal lo que contribuía a hacer más atractivo el nivel de emisión, sino que además se veía favorecido por el hecho de que la europeseta tradicionalmente se comportaba de una manera que dejaba un margen, negativo en muchas ocasiones, con respecto a la peseta doméstica de más de 100 puntos básicos.

La distinta percepción del riesgo entre inversores —es decir, los inversores no domésticos y los domésticos— ha contribuido, una vez más, a acentuar el proceso de diferenciación de este producto. Los inversores domésticos, tradicionalmente, han sido bastante insensibles a las diferencias en la

calificación crediticia del emisor, mientras que la inversión internacional normalmente ha sido más sensible a la calificación de crédito de la entidad emisora del papel. Tradicionalmente, en el mercado doméstico han existido emisores no soberanos, distintos del Estado, que han podido financiarse a plazo fijo de interés inferiores y a plazos mayores que el mismo Tesoro, apoyándose quizá en la existencia de unas redes de distribución que ponían el énfasis en vender este papel a inversores que eran bastante insensibles a la calificación crediticia del mismo.

Este sería un primer grupo de factores más bien primitivo, o dependiente tan sólo de la configuración de la CEE, pero podríamos añadir a esto el hecho de que en el momento en que los «matadores» llegan a la escena no existen, en ese momento, instrumentos que tengan las mismas características que ellos, y la novedad que aporta el matador al sistema de la renta fija es que, por un lado, aporta vencimientos no cubiertos hasta entonces por la deuda del Estado español y, por otra parte, emisores que permiten a compañías, como los incipientes

**CUADRO NUM. 4**  
**CUADRO SEMANAL DE OPERACIONES CRUZADAS EN BONOS MATADOR**  
**(Semana de 4 al 8 de febrero de 1991)**

Titulo	Fecha vencimiento	Cupón	Precio máximo	Precio mínimo	Volumen	Precio medio	TIR
Banco Interamericano .....	20/02/1996	14,15	102,00	100,00	5.782,60	100,91	13,38
Banco Mundial .....	25/10/1994	11,37	94,25	93,25	18,90	93,75	13,55
Banco Mundial .....	21/06/1994	12,37	97,25	95,25	9,00	96,25	13,77
Banco Mundial .....	09/03/1994	11,75	96,00	95,00	1,00	95,50	13,60
Banco Mundial .....	08/09/1997	12,25	94,35	94,25	75,00	94,27	13,57
Banco Africano de Desarrollo .	07/08/1996	12,50	93,50	92,25	109,00	92,91	14,39
Banco Europeo de Inversiones.	21/08/1994	11,85	96,25	93,50	110,50	95,03	13,69
Banco Europeo de Inversiones.	21/02/2001	14,00	102,65	101,30	18.895,00	102,17	13,60
Banco Europeo de Inversiones.	20/12/1997	13,35	99,50	98,50	1.987,00	99,00	13,50
Banco Europeo de Inversiones.	14/11/1997	11,40	100,00	99,50	30,00	99,75	11,39
Banco Europeo de Inversiones.	10/10/1998	10,35	85,12	84,12	1,00	84,62	13,70
Consejo de Europa .....	05/05/1994	12,62	96,90	95,87	5,50	96,38	14,03
Consejo de Europa .....	18/02/1994	11,37	94,00	93,00	1,00	93,50	14,17
Consejo de Europa .....	21/03/1994	12,00	95,55	94,00	135,00	94,76	14,16
Corp. Financiera Internacional..	22/06/1995	13,75	99,80	98,80	14,50	99,30	13,91
Corp. Financiera Internacional..	17/01/1994	11,25	94,00	93,00	14,30	93,50	14,09
Denmark .....	02/08/1995	13,75	100,50	99,50	3,60	100,00	13,68
Nordick Bank .....	30/11/1995	13,80	101,15	99,37	331,50	100,13	13,69
Eurofima .....	29/12/1994	12,62	96,90	95,00	111,00	96,10	13,93
Eurofima .....	17/03/1995	12,00	95,10	93,00	107,00	94,55	13,82
Eurofima .....	05/08/1997	12,50	95,00	92,75	3,70	93,37	13,95
Eurofima .....	30/08/1993	11,75	95,80	94,80	2,40	95,30	13,96
Eurofima .....	14/06/1994	12,37	97,00	95,50	53,50	96,25	13,91
Eurofima .....	16/09/1999	11,37	89,00	88,00	2,00	88,50	13,69
Eurofima .....	17/03/1995	12,00	94,85	93,35	24,00	94,35	13,88
Eurofima .....	28/06/1995	13,75	100,50	99,50	1,21	100,00	13,68

tes fondos de inversión o compañías de seguros diversificar su riesgo de crédito. Esto de nuevo influye en el mismo sentido que los factores antes apuntados, permitiendo que este producto tuviera un éxito en esa primera fase y un desarrollo espectacular en sólo tres años.

El mercado matador se va a enfrentar con una fiscalidad homogénea, es decir, con un tratamiento común tanto para la deuda del Estado español como para la renta fija privada, al definir que tanto los rendimientos de la una como de la otra estén exentos de retención fiscal, cuando los otros son comprados por no residentes, con el matiz de que los «bonos matador» tienen exención fiscal que abarca más allá del ámbito comunitario, ventaja unida a un *rating* casi siempre «AAA» de sus emisores que permitirá seguir diferenciándose de la deuda pública y de otras emisiones de renta fija privada.

No más allá del primer trimestre de 1991, es posible que se produzca una mayor liberalización al suprimir el 30 por 100 de depósito previo a toda operación de préstamo o emisiones en divisas, que unida a la lógica desaparición de las restricciones sobre *swaps* —posición corta vencida sin límite—, permitirá una mayor libertad para operar en el mercado matador.

Por otra parte, habrá una fuerte competencia en

el mercado interno para captar recursos a plazos largos y tipos de interés fijos.

El inversor nacional se va a mostrar cada vez más propenso a analizar el riesgo implícito en el papel que está comprando como inversión, lo que determinará que las franquicias que tenían ciertas instituciones, que podían emitir por debajo de los rendimientos ofrecidos por el Tesoro, no vayan a mantenerse en el tiempo.

Como consecuencia del proceso *desregulador*, habrá un ajuste también entre los tipos de interés que cabe esperar de la peseta doméstica y la europeseta, a medida que los flujos de capitales de dentro y fuera de España se puedan hacer más transparentes y también se liberalicen.

Como consecuencia de la reciente ordenación del mercado de valores español, habrá un mayor énfasis en la transparencia y en la disminución de costes de transacción. Un Real Decreto, actualmente en ciernes, sobre emisores y oferta pública de valores, ha de favorecer un mercado entre profesionales, es decir, entre los administradores profesionales del dinero que por su propia consideración no precisan ningún tipo de protección, al exceptuar parcialmente de algunos requisitos exigidos por CNMV. Es necesario, un mercado más ágil de emisiones dirigidas al mercado institucional.

Esta nueva regulación establece por primera vez

la norma que regula los programas de pagarés de empresa y obligaciones a medio plazo, o *medium term notes* (MTN), permitiendo generalizar fórmulas más flexibles de emisión.

Hoy día, los emisores en el mercado nacional tienen que cumplir con una serie de requisitos, establecidos por la reciente Ley del Mercado de Valores, que están supervisados en su cumplimiento por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. También se exige, a los que hoy día operan en el mercado como intermediarios o participantes por su propia cuenta, unos niveles de cualificación profesional y de capital que antes eran impensables en el mercado español. Esto, sin duda, va a contribuir a una mayor transparencia en el mercado y a un mayor interés por una buena calidad de riesgo, acompañada por un retorno de la inversión por parte de los inversores.

Por otra parte, se dará un proceso de diversificación en la necesaria convergencia cambiaria y de tipos de interés, que va a ocurrir en el seno de la Comunidad y que determinará que el inversor español busque fuera de nuestras fronteras otros productos que encontrará atractivos, por dejar de ser la peseta una divisa que ofrezca un tipo de interés desusadamente alto en términos reales y nominales.

Todos esos procesos van a traer un grado de sofisticación y competencia que determinará la búsqueda de oportunidades que sean rentables, tanto para nuestros miembros como para sus clientes, así como un mayor afán por evitar riesgos o las distintas percepciones de riesgos, que es lo que ha hecho posible que los bonos matador se constituyan en una excepción.

## CONCLUSIONES

---

Hasta 1982, la negociación de valores de renta fija se producía en las bolsas de valores, un mercado tradicional centralizado en el parquet negociado a viva voz, ahora en proceso de modernización.

En dicho año nacen los pagarés del Tesoro y de empresa, embriones de los mercados mayoristas que hoy se conocen como mercado de la deuda anotada y mercado de renta fija AIAF.

Hasta que no fue creado el mercado de deuda pública anotada, las dificultades del Tesoro para emitir eran muy grandes. En el ámbito privado el mercado de pagarés de empresa permitió una vía alternativa para la financiación a corto plazo de las empresas, evitando una dependencia exclusiva del

crédito bancario. Mientras el desarrollo de este mercado —como señala Moody's— ha sido el pasado año el de más rápido crecimiento en Europa, el mercado tradicional de bonos y obligaciones, bien por el impacto de la deuda pública, bien por los costes y las dificultades transaccionales a que ha estado sometido, ha sido un mercado de escasa actividad y liquidez.

Un mercado de renta fija necesita creadores de mercado que tomen posiciones de compra y venta. Un mercado centralizado sólo es válido en operaciones de detallistas, y se adapta mal a los grandes bloques de operaciones de un mercado mayorista requiriendo la presencia de instituciones que permitan dar contrapartida.

Una excepción ha sido el mercado matador, que se ha desarrollado más de acuerdo con las prácticas internacionales. Desde 1987 ha crecido de forma fulgurante, hasta alcanzar actualmente una deuda viva de 575.000 millones de pesetas; pero este mercado, para su desarrollo, ha prescindido de los mecanismos del mercado bursátil no adecuados para un mercado de estas características.

Estos ejemplos de desarrollo de mercados de renta fija nos invitan a reflexionar sobre el papel que debe desempeñar el mercado de renta fija español de cara a 1992.

En primer lugar, se pone de relieve la necesidad de armonizar los mercados de renta fija para operaciones de detallistas y los mercados de renta fija mayoristas, tanto de deuda pública como de renta fija privada.

Un mercado mayorista debe ser abierto y competitivo, al que puedan acceder todo tipo de intermediarios, desde las sociedades y agencias de valores y bolsa hasta las grandes instituciones financieras con grandes recursos y capacidad para actuar como creadores de mercado, para permitir asegurar las emisiones de renta fija que, de otra forma, no llegarían a realizarse.

En segundo lugar, se impone la necesidad de evitar la huida a otros mercados de operaciones que, por su propia naturaleza, debían realizarse mediante mecanismos de nuestro propio mercado.

Un modelo adecuado para lograr este objetivo es el mercado matador, que permite universalizar o globalizar el mercado sin que para ello sea necesaria la negociación en un lugar físico determinado. En tiempos de grandes tecnologías, como el actual, hay muchas posibilidades de difusión de precios, *matching* y contratación en firme, a través de sistemas de difusión universal que funcionan descentralizadamente y en tiempo real.

No podemos pensar que ningún mercado en el futuro pueda mantener una situación de privilegio en la contratación de títulos más que los derivados de su eficacia y organización.

En tercer lugar, se impone la necesidad de crear un mercado secundario de renta fija, líquido y competitivo. Recientemente, las autoridades han declarado, como especialmente preocupante y urgente, la necesidad de crear un mercado secundario en el contexto del sistema monetario europeo y del desarrollo de una moneda única. Pocas personas están en desacuerdo con estas opiniones.

En cuarto lugar, tenemos que mantener una adecuada competitividad para evitar la emigración de nuestros inversores a otros mercados.

El mercado matador es un modelo que se aproxima a la evolución esperada de internacionaliza-

ción e integración de los mercados domésticos europeos y es susceptible de aplicación a los segmentos del mercado de renta fija domésticos. Un modelo global, como el matador, es indispensable para afrontar el desafío del mercado único.

La autorregulación como unificación de prácticas de mercado y normas vinculantes para sus miembros permite la normalización de los procesos de sindicación, negociación y los posteriores a la contratación relativos a compensación, liquidación y difusión de precios cruzados. Normalización no equivale a uniformidad; por el contrario, un mercado «multiforme» es más eficiente, sin que esto impida la estandarización de los procesos antes indicados.

El objetivo fundamental es mantener bajos los costes y eliminar las restricciones innecesarias en la intermediación.