



# El futuro de los mercados de renta fija

Francisco Oña Navarro

La implantación de la Unión Monetaria Europea (UME) supondrá modificaciones importantes en la estructura de los mercados de los países componentes de la Unión y, consecuentemente, en la actividad y estrategia financiera de los diversos agentes que intervienen en los mismos.

Frente a la opinión, más o menos extendida y a veces interesada, que prevé la concentración de los mercados financieros nacionales en una o dos plazas europeas, hay que decir, primero, que el proceso de construcción de la UME será complejo y dilatado en el tiempo y, segundo, que no existe ni está definido un modelo para la estructura global de los mercados.

En los últimos meses, tanto por parte de algunos organismos rectores de los mercados como de varios de los principales agentes, se han registrado los primeros movimientos y propuestas a los efectos de tomar posiciones de cara al futuro. Los acuerdos entre DTB y SOFFEX, la toma de participación de la SBF en relación con el MATIF, la firma de un protocolo entre los mercados alemán y francés, los cambios de sede de las salas de contratación de alguna de las principales entidades financieras, han puesto de manifiesto en su generación, reacción y contradicciones, las dificultades de los procesos de concentración y la importancia del factor nacional en el tratamiento de estas propuestas.

En esta situación, desde el punto de vista de los intereses españoles parece poco prudente adoptar posiciones abandonistas y, por el contrario, parece razonable apostar por el mantenimiento de la localización de los mercados españoles, sobre la base de incrementar la eficacia de su funcionamiento que, por otra parte, mantiene niveles satisfactorios en comparación con los países de nuestro entorno.

En mi opinión, independientemente de un cierto grado de concentración en la negociación de produc-

tos muy concretos y homogéneos, como podría ser el mercado de divisas y el de Futuros y Opciones sobre Deuda Pública, el modelo basado en una estructura descentralizada con la existencia de canales de interconexión, fundamentalmente en los sistemas de compensación y liquidación, va a ser el que se implante al menos por un largo período de tiempo; por tanto, el futuro de los mercados en España va a depender de la voluntad y del éxito de las iniciativas que se acometan por los agentes del mercado, entre los que incluyo las entidades financieras, los emisores, los inversores institucionales, los organismos rectores y supervisores y las autoridades económicas y monetarias.

Me voy a referir, a partir de ahora, exclusivamente a los mercados de renta fija. En mi opinión la necesidad de desarrollo de este Mercado y la importancia de su localización en nuestro país, no constituye sólo una cuestión de mantenimiento de la estructura organizativa ni tan siquiera de la riqueza generada a través del valor añadido que aporta la industria de valores en su conjunto, aspectos ambos que ya son importantes. La necesidad de este desarrollo proviene fundamentalmente del papel que el Mercado deberá jugar en el futuro como vía de financiación del sector privado y, como consecuencia de ello, de garantía del crecimiento económico.

En la configuración del modelo económico que se ha establecido en la Unión Europea, y más concretamente en España, me interesa destacar tres aspectos por su especial incidencia en los mercados de valores:

- La limitación del papel del sector público.
- La concentración del ahorro en fórmulas de inversión colectiva, y
- La confianza en el sector privado como motor de desarrollo y, por tanto, la necesidad de cobertura de sus necesidades de financiación.

**CUADRO NÚM. 1**  
**VALORES DE RENTA FIJA EN ESPAÑA**  
(Saldos vivos. En millones de pesetas)

Mercado	RENTA FIJA PRIVADA	SECTOR PÚBLICO				TOTALES
		Estado	CC.AA.	O. Públicos(b)	Matador	
AIAF Mercado de Renta Fija . . . . .	2.366.246	-	258.533	487.007	1.309.700	4.421.486
Bolsa de Madrid (Mercado Electrónico)(a) . . .	1.276.954	11.266	10.000	560.000	1.326.580	3.184.800
Bolsa de Barcelona . . . . .	25.086	-	368.835	79		394.000
Bolsa de Bilbao . . . . .	51.334	-	297.666	70.000		419.000
Bolsa de Valencia . . . . .	22.852	-	53.979	170		77.000
Central de Anotaciones . . . . .	-	38.557.534	1.005.520	1.214.147		40.777.200
Totales . . . . .	3.742.472	38.568.800	1.994.532	2.331.403	2.636.280	49.273.486

Datos al 31/12/97 (Provisionales).

(a) Incluye los saldos totales en el Mercado Electrónico del conjunto de las Bolsas.

(b) O. públicos incluye Corporaciones Locales, Otros Organismos Públicos y Entidades Estatales (ICO,INI,RENFE,RTVE,CSI,...).

Una de las consecuencias de la aplicación del Tratado de Maastricht y el Pacto de Estabilidad de Dublín, ratificada posteriormente en el Tratado de Amsterdam, ha sido la reducción de los déficit públicos estatales y, por ende, su menor apelación de fondos a los mercados para la cobertura de este déficit.

En la actualidad, el saldo vivo de títulos del Tesoro Público asciende a 38,5 billones de pesetas que, unido a los casi 2 billones de saldo vivo de la deuda de las diferentes Comunidades Autónomas, suponen más del 80 por 100 del total de *stocks* de valores de renta fija admitidos a cotización en los mercados españoles.

El mantenimiento, en el futuro, del control de los déficit públicos supone a estos efectos la estabilización en términos reales de estas cifras, que en los próximos cinco años se verá incrementada probablemente en cifras no superiores a los 12 billones de pesetas.

Por su parte, el ahorro en España ha experimentado un fuerte incremento acompañado sobre todo de un radical trasvase desde los diferentes pasivos bancarios a fórmulas de inversión colectiva, y ello tanto por razones fiscales como de sofisticación y complejidad de los mercados.

El saldo conjunto de las diferentes Instituciones de Inversión Colectiva (FIAMM, FIM, Fondos de Pensiones y fórmulas de ahorro vida e inversión de las Compañías de Seguros) supera en la actualidad los 30 billones, y los crecimientos previstos para los próximos años presentan tasas espectaculares, que suponen situar su crecimiento neto en el entorno de los 45-50 billones de pesetas.

Adicionalmente, las exigencias normativas de estas instituciones de inversión colectiva implican que el

activo o inversiones de las mismas esté compuesto fundamentalmente por valores negociables.

Respecto a la financiación del sector privado, el primer hecho relevante a nuestros efectos lo constituye la estructura empresarial española caracterizada fundamentalmente por el predominio de la pequeña y mediana empresa. En este sentido, si bien es preciso incrementar el número de emisores o empresas con acceso a los mercados de capitales, su límite viene marcado por las características de volúmenes mínimos que exigen las emisiones de valores.

Sin duda, el papel de las entidades financieras en la financiación del sector privado, y sobre todo de la pequeña y mediana empresa, es clave, tanto por su cercanía como por el conocimiento del riesgo crediticio; sin embargo, el fenómeno de trasvase de pasivos bancarios a fórmulas de Inversión Colectiva genera una fuerte descompensación entre la aplicación de recursos en inversión de valores y en financiación crediticia.

La resolución de este problema, que se irá agudizando en el futuro, pasa por un lado en una mayor actividad en la captación de recursos o pasivos por parte de las entidades financieras en los mercados, y, por otro, en la utilización de instrumentos de movilización de activos (titulización) que doten de valores mobiliarios a las Instituciones de Inversión Colectiva y de liquidez a las entidades financieras para poder continuar el ciclo de intermediación.

En definitiva, estas características comentadas, que se están implantando en el sistema financiero español, exigen un mercado de renta fija amplio y eficaz, como pieza fundamental para mantener localizado el ahorro nacional, posibilitar la financiación adecuada

del sector privado y como consecuencia de ambos procesos, garantizar el crecimiento económico de nuestro país.

En los cuadros adjuntos se puede observar cuál es la dimensión y composición del mercado de renta fija en España, destacando el peso, sin duda excesivo, del sector público. Asimismo, se presentan los datos del mercado de los Estados Unidos de América, considerado como el más desarrollado y por tanto mercado de referencia.

Independientemente del volumen en comparación con el producto interior bruto que en el caso de los Estados Unidos supone una relación de 1,74 frente al 0,67 en España, el hecho más relevante es la desigual participación de títulos o financiación a través del mercado del sector público con respecto al sector privado.

En concreto, mientras que el sector privado en España no supera el 8 por 100 del total, en Estados Unidos incluyendo los pagarés de empresa y la titulización asciende casi al 50 por 100. Por su parte, el Tesoro Público supone el 31 por 100 en Estados Unidos frente al 78 por 100 en España.

Sin duda, a los mercados españoles nos queda un largo camino para recorrer. En este sentido quisiera explicitar diferentes propuestas de desarrollo del mercado que abarcan desde el plano normativo a aspectos muy concretos de la operativa.

Sin ánimo de ser exhaustivo, señalaría los siguientes:

#### *Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores.*

Los sucesivos aplazamientos que en su trámite parlamentario se están ocasionando en la aprobación

**CUADRO NÚM. 2**  
**VALORES DE RENTA FIJA EN ESTADOS UNIDOS**  
(Saldos vivos. Importes en billones)

<i>Instrumentos</i>	<i>En dólares</i>	<i>En pesetas</i>
Tesoro . . . . .	3,5	525,0
Municipalidades . . . . .	1,3	195,0
Mortgage-Backed Securities (Titulización Hipotecaria) . . . . .	1,7	255,0
Asset-Backed Securities (Titulización) . . . . .	0,4	60,0
Renta Fija Privada . . . . .	1,9	285,0
Pagarés de Empresa . . . . .	1,4	210,0
Agencias Federales . . . . .	0,9	135,0
<b>Totales . . . . .</b>	<b>11,1</b>	<b>1.665,0</b>

Datos: Diciembre 1996. Cambio Pta./\$ 150

de esta Ley, independientemente de situar a nuestro país como el único que no ha efectuado la transposición de la Directiva Comunitaria, ocasiona retrasos en la implantación de productos y desarrollo de los mercados (inclusión de instrumentos financieros, internegociabilidad de valores, ...)

#### *Ley de Titulización de Activos.*

Las posibilidades que dicha ley generará para el desarrollo de nuevos valores negociables hacen necesario la urgente aprobación de la misma, a los efectos de que los agentes del mercado comiencen cuanto antes a experimentar y familiarizarse con este producto. El desarrollo alcanzado por estas emisiones en EE.UU. es un buen estímulo para su aplicación en el mercado español.

#### *Eliminación del tratamiento fiscal discriminatorio (Tesoro Público/Resto de Emisores).*

La extensión de la no retención sobre los rendimientos a los Bonos segregables sitúan a todas las emisiones del Tesoro en situación de desigual competencia con el resto de emisores en los mercados.

La actual situación del déficit público y la necesidad del desarrollo del mercado de renta fija hacen esta discriminación más insostenible desde el punto de vista teórico.

La propuesta de reforma del sistema fiscal parece que contempla modificar esta situación, pero los plazos de implantación de la misma no son soportables para el desarrollo del mercado.

En este sentido, para el período transitorio se deberían encontrar soluciones al menos para las Instituciones de Inversión Colectiva, eximiéndolas de la retención con la justificación pertinente de la tenencia de los valores o, en su caso, aplicando la devolución inmediata.

#### *Mejoras relativas en los procesos de "admisión a cotización".*

— Simplificación y agilización en la verificación de los folletos de emisión teniendo en consideración el destino de la emisión (mayorista o institucional y minorista).

— Simplificación y automatización del proceso de admisión a cotización, a los efectos de reducir al mínimo el período entre el desembolso de la emisión y la admisión a negociación en el mercado.

### Flexibilización de los programas de emisión a medio y largo plazo.

En la actualidad, los programas de medio y largo plazo deber ceñirse a las condiciones establecidas al inicio en lo relativo a vencimientos, cupones y volumen. Se propone una mayor flexibilización, adaptada al modelo de Medium Term Notes, es decir, definición del volumen a emitir sin limitar las características de las emisiones concretas.

### Emisiones en divisas.

A pesar de los problemas derivados de la imposibilidad de liquidar en España las operaciones en divisas, el paso dado con la admisión a cotización en AIAF Mercado de Renta Fija de la primera emisión en divisas constituye un hecho de importancia que, si se une a la flexibilización de los programas de Medio y Largo Plazo, podría hacer posible la localización de las financiaciones de las entidades españolas en el llamado "euromercado".

### Emisiones cupón cero.

La Orden de 14 de noviembre de 1989, que desarrolla algunos aspectos de la Ley del Mercado de Valores, estableció la autorización previa por parte de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de las emisiones sin rendimiento explícito. En la práctica, esta Orden ha supuesto la prohibición de las llamadas emisiones cupón cero.

En la medida en que este tipo de emisiones son especialmente demandadas por las Instituciones de Inversión Colectiva al facilitar la inmunización de carteras por la inexistencia de flujos intermedios, el pro-

pio Tesoro Público ha instrumentado fórmulas de desagregación de principal e interés en los Bonos y Obligaciones (*Strips*), que en definitiva constituye una fórmula de obtención del "cupón cero".

La derogación de la Orden Ministerial citada supondría la equiparación del resto de los emisores al Tesoro Público, no existiendo en la actualidad razones objetivas para el mantenimiento de esta norma.

### Transformación en anotaciones en cuenta.

Es necesario definir si la transformación en anotaciones en cuenta, que constituye una legítima aspiración de nuestro mercado compartida por la CNMV y el SCLV, tiene encaje en la normativa actual o si por el contrario es necesario elaborar una nueva norma al efecto.

Esta falta de criterio, junto con la indefinición en el sistema de llevanza por saldos, mantiene congelada la puesta en marcha de este proyecto.

### Redenominación de emisiones en euros.

La aplicación de los principios de "no prohibición" y "no compulsión" implica que durante el período transitorio convivirán emisiones denominadas en pesetas y en euros, a diferencia del mercado de Deuda Pública.

No obstante, parece conveniente que por parte de la CNMV y los Organismos Rectores se facilite la decisión de los emisores que opten por la redenominación con el establecimiento de criterios relativos a :

- El sistema de redenominación.
- La simplificación de los requisitos formales.

GRÁFICO 1  
VALORES DE RENTA FIJA. ESPAÑA

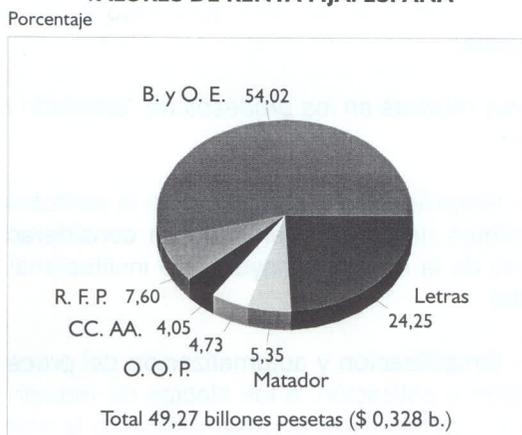
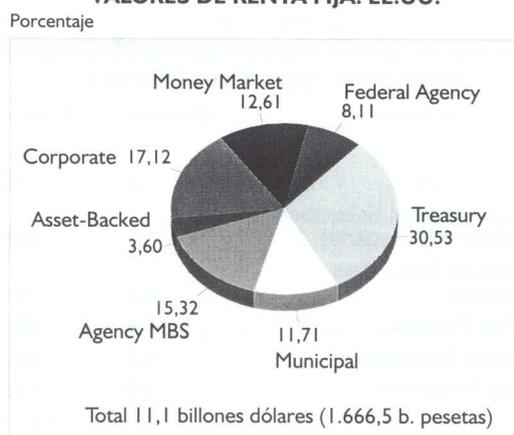


GRÁFICO 2  
VALORES DE RENTA FIJA. EE.UU.



— La clarificación de los costes fiscales y administrativos.

*Utilización de los valores de renta fija como colateral en las intervenciones de regulación monetaria.*

*Fomento de la utilización del rating como elemento fundamental en la necesaria adecuación del precio de los activos.*

*Interconexión de los Mercados de Renta Fija.*

Sobre este último punto quisiera señalar que, dada la envergadura de los retos que tenemos que

afrontar, parece razonable realizar los esfuerzos necesarios para generar fórmulas operativas más acordes con los intereses del Mercado. En este sentido considero que la búsqueda de acuerdos para lograr la internegociabilidad de todos los valores de renta fija (con la actuación de todos los miembros de cada uno de los mercados), la progresiva unificación de los procedimientos de compensación y liquidación sobre la base de anotaciones en cuenta y llevanza mediante el sistema de saldos, en un camino de reflexión y desarrollo para la implantación de un amplio y eficaz mercado de renta fija en España.