
**EL MERCADO PRIMARIO DE ACTIVOS PRIVADOS A MEDIO Y A LARGO
PLAZO DURANTE LOS PRIMEROS MESES DE 1990**

Analistas Financieros Internacionales, S.A.
(Grupo Ahorro Corporación)
Julio de 1990

I. LA HERENCIA DE 1989.

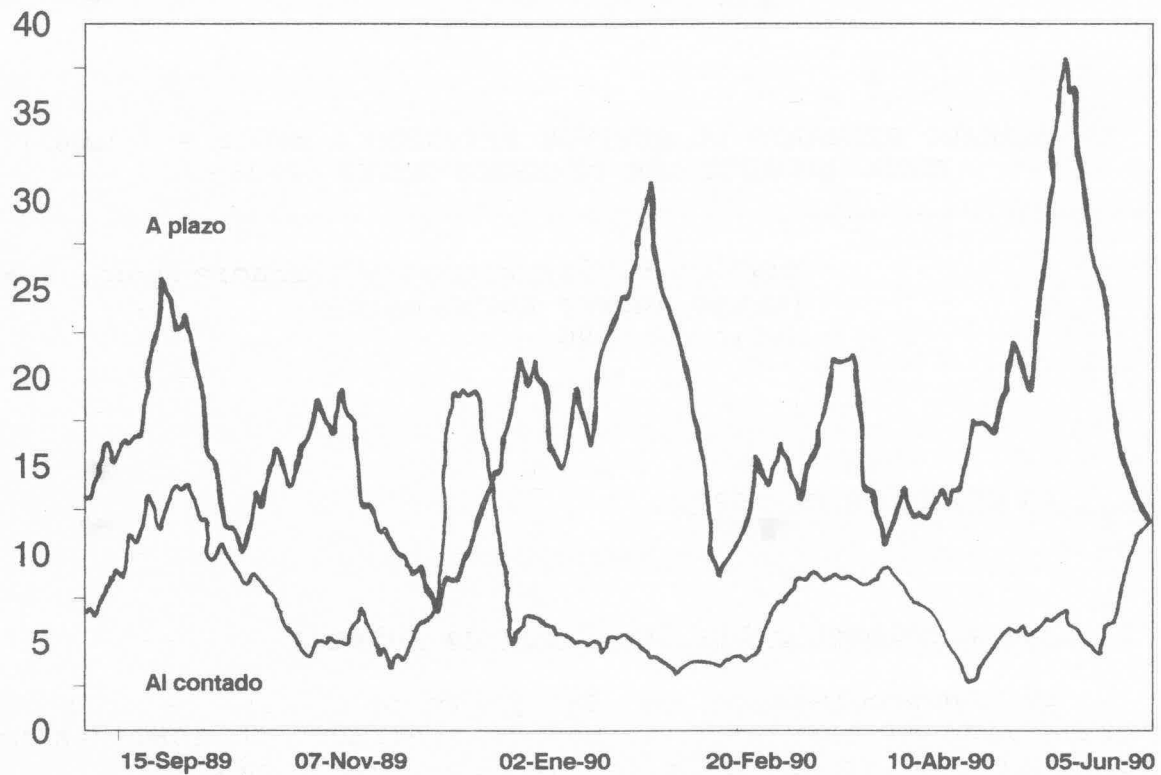
1. Las tensiones sobre los tipos de interés.

El endurecimiento de la política monetaria, que se cristalizó al iniciarse el mes de noviembre de 1989 con una actitud más restrictiva de la autoridad monetaria en la concesión de liquidez, fue seguido por un alza generalizada de los tipos de interés a corto plazo. La elevación de las rentabilidades negociadas de los bonos y de las obligaciones del Estado se inició en la segunda quincena del mismo mes (momento en el que la TIR de los títulos con vencimiento entre dos y tres años superó el 14.00% de forma irreversible). Este proceso estuvo amparado no sólo por un cambio de expectativas ante la actitud más restrictiva del Banco de España que puso fin a una lenta caída de los tipos de interés, sino también por la abundancia de papel de la referencia emitida entre agosto y octubre de 1989, los bonos al 12.5% con vencimiento en octubre de 1992. Estos títulos se configuraron como la referencia de mayor nominal vivo (832.4 m.m.) en el mercado de deuda anotada y un grado de cesión a terceros siempre cercano al 90%, características que le otorgaron una importante liquidez. Asimismo, esta referencia desplazó muy pronto a las demás en el ámbito de las operaciones del mercado a plazo.

La distinción entre cartera de inversión y cartera de negociación (definida en la circular del Banco de España 16/1989, de 27 de julio) permitió que la negociación en el mercado de deuda anotada no llegara a interrumpirse a pesar de las rápidas caídas de los precios. La razón para que se mantuviera un cierto volumen negociado es que las pérdidas de buena parte de la cartera quedaban reflejadas en los resultados

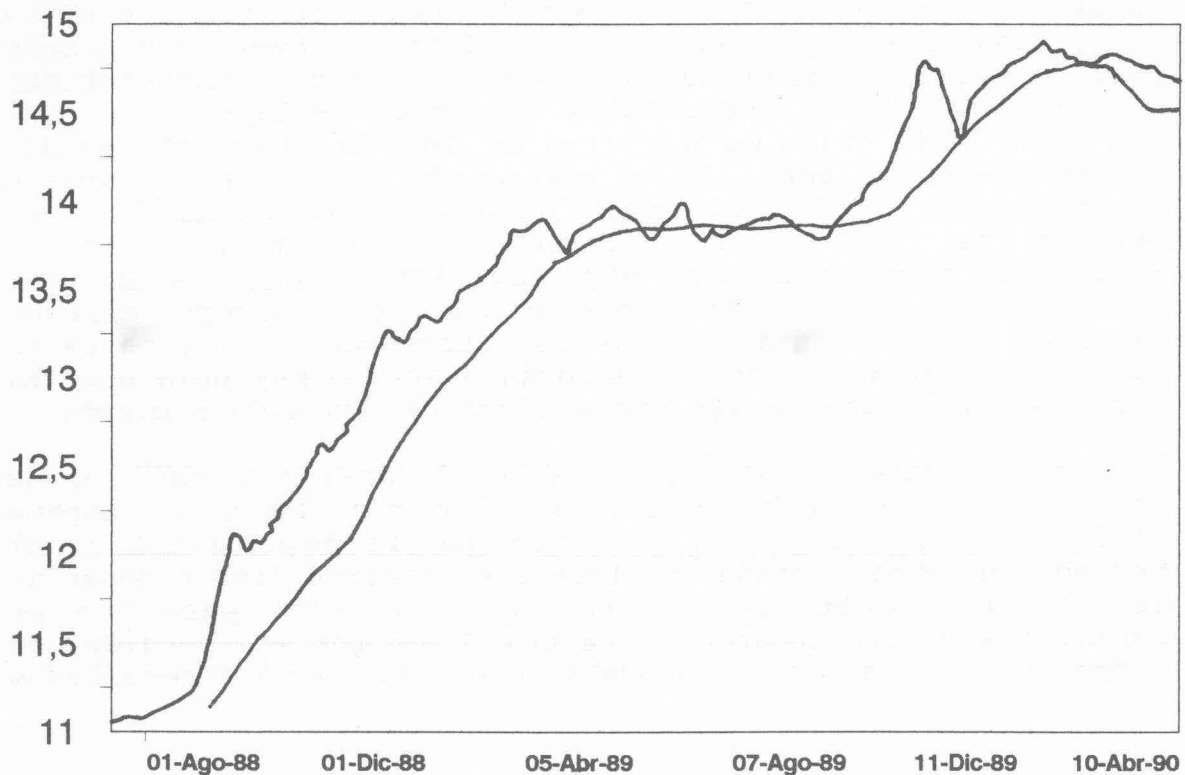
MERCADOS DE DEUDA PUBLICA

Volumen negociado. Media móvil 10 días



RENTABILIDADES INTERNAS A 2-3 AÑOS

Medios móviles de 10 y 90 días



y en el patrimonio de las entidades antes de la realización de los activos. La gran difusión de los bonos al 12.5% y su elevada liquidez facilitaron, en gran medida, que la negociación se centrara, tanto en las operaciones al contado como en las operaciones a plazo, fundamentalmente en estos títulos, y que su rentabilidad marcara la referencia básica para el resto del mercado. La pronunciada elevación de las rentabilidades, desde en entorno del 13.8% en el tercer trimestre para los bonos con vencimiento entre los dos y los tres años, hasta el 14.6% en los últimos días del año para los bonos al 12.5%, se trasladó con contundencia a los segmentos menos líquidos del mercado.

Pronto pudo consolidarse entonces la elevación de las rentabilidades internas, antes incluso de que se rubricara con la fuerte subida en las rentabilidades primarias de los bonos y de las obligaciones del Estado en las subastas de diciembre (0.45 y 0.3 puntos porcentuales, respectivamente, para los bonos a tres y a cinco años) y de febrero (otros 0.25 y 0.40 puntos porcentuales). La TIR marginal de los bonos a tres años alcanzó en aquel momento el 14.223% (bonos al 12.4% con vencimiento en enero de 1993) y la de los bonos a cinco años el 14.108% (bonos al 11.5% con vencimiento en agosto de 1994). Sin embargo, y a pesar de que la rentabilidad de la letra del Tesoro permaneció sin cambios desde el 27 de octubre (fecha en la que el tipo marginal se situó en el 13.104% hasta la subasta del 2 de febrero de 1990 (cuando el tipo marginal se elevó hasta el 13.486), no se cubrió el pretendido objetivo del Tesoro de fomentar un alargamiento del plazo de vencimiento de la deuda pública del Estado. Los importantes retoques en la TIR de los bonos se trasladaron a las rentabilidades negociadas en el mercado secundario, sin que se fomentara la adquisición de títulos públicos (la emisión neta negativa de bonos y obligaciones en el primer cuatrimestre fue de 191.4 m.m. netos efectivos, contando con la amortización anticipada de 102.9 m.m. netos efectivos de títulos del Banco de España.

2. Las novedades en el mercado de deuda anotada.

Sólo varios meses después, una vez que la rentabilidad de la letra alcanzó "su techo" (a partir del 27 de abril con el 14.517%), y que las expectativas sobre los tipos de interés se acomodaron a una situación de mayor estabilidad, se produjo una fuerte emisión tanto de bonos del Estado a tres años como de letras del Tesoro. El Tesoro pudo incluso reiniciar, de forma tímida en un principio, la emisión de bonos a cinco años y de obligaciones a diez tras varias resoluciones desiertas, mediando en todo caso, un nuevo e importante reajuste al alza

en las rentabilidades internas (hasta el 13.513% para las obligaciones en la subasta del 5 de julio, y hasta el 14.152% para los bonos a cinco años el 7 de junio). Este cierto cambio de las expectativas podía justificarse por los resultados sobre la evolución del IPC (a partir de los que no se observaron repuntes adicionales en las tasas de inflación) y por la situación de fortaleza en los mercados de cambios (esta apreciación fue una de las claves para entender la moderación de los precios). No obstante, la escasez de papel de la referencia de bonos al 13.75% con vencimiento en mayo de 1993 (bonos con cupón anual que fueron objeto de subasta entre marzo y junio), mantuvo la rentabilidad del mercado secundario de estos bonos, y desde su aparición, por debajo del primario. Esta circunstancia se destacó especialmente tras la resolución de la subasta de junio, cuando solicitudes por un importe nominal superior a 300 m.m. no fueron admitidas, teniendo en cuenta, además, que en aquel momento el Banco de España intervino vendiendo títulos de esa referencia, para lo que tuvo que ampliar sus adquisiciones de estos bonos. Estos bonos se constituyeron asimismo en la referencia entregable más barata para la liquidación de junio de los contratos del mercado de futuros.

La situación de tensión sobre los tipos de interés desde los últimos meses de 1989 hasta marzo de 1990, perjudicó los procesos de colocación de las emisiones de renta fija privada durante los primeros meses de 1990. Por otra parte, los cambios que introdujo el Tesoro a partir del mes de febrero, tendieron a incentivar, aunque de manera gradual, las inversiones en deuda pública por parte de los terceros tanto residentes como no residentes (recuérdense, entre otras medidas, el establecimiento de los cupones anuales que facilita la cesión a terceros, la supresión de las comisiones de colocación para los titulares sin producirse un recorte en las rentabilidades marginales a partir de los niveles a los de rentabilidad más comisión en las subastas sucesivas, la creación de los "Fondtesoro", y la liberalización de las operaciones "repo" de deuda para los inversores no residentes). Asimismo, la consolidación de la operatoria a plazo en el mercado de anotaciones con volúmenes negociados muy por encima de las operaciones al contado, así como el progresivo desarrollo, tímido por momentos, de los mercados de futuros y opciones sobre deuda pública, desplazaron más el centro de la atención de los mercados de renta fija al resto de las emisiones. Analizamos los aspectos más relevantes del mercado primario de renta fija privada, en donde incluimos también a ciertos emisores públicos no Estado.

TABLA 1

**Emisión bruta total.
Saldos en millones de Pts.**

Sectores	1989		1990
	Total	Enero-Julio	Enero-Julio
Comunidades autónomas	28 000	12 000	11 000
Construcción e inmobiliarias	13 000	10 000	26 000
Empresas de electricidad	117 250	30 000	12 600
Instituciones financieras	391 950	145 950	316 068
Otras empresas industriales	105 700	53 850	45 470
Organismos supranacionales	245 000	155 000	96 000
Autopistas, ferrocarriles y Telefónica	47 600	17 600	102 000
Total sector privado y púb. no AA.PP.	948 500	424 400	609 138
Bonos y obligaciones del Estado	1 674 800	540 000	807 277

Fuente: Analistas Financieros Internacionales, S.A.

SECTOR PRIVADO Y PUBLICO NO AA.PP.

Distr. emisión bruta enero-julio 1990

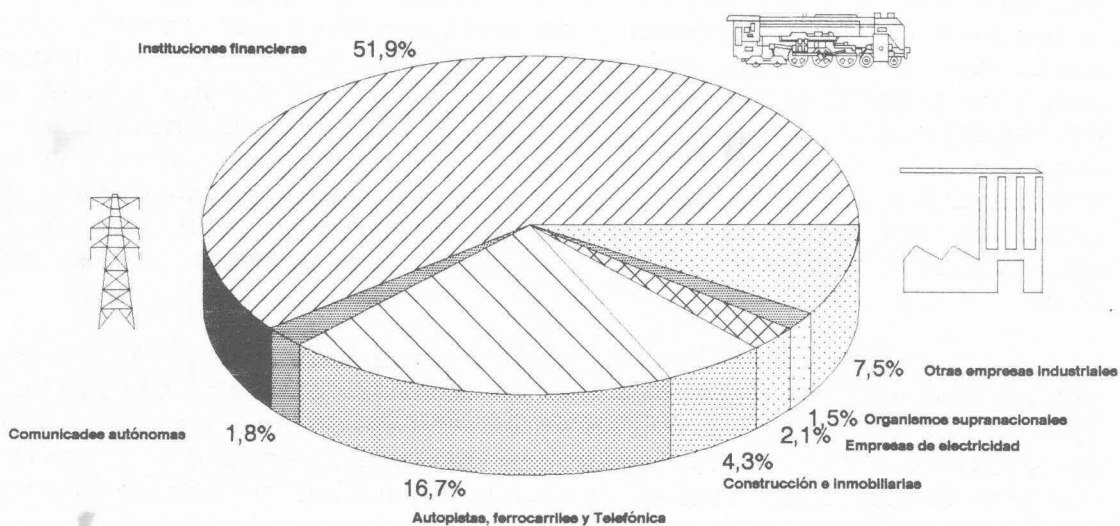


TABLA 2

**Emisión total de instituciones financieras. Detalle por instrumentos.
Saldos en millones de Pts.**

Sectores	1989		1990
	Total	Enero-Julio	Enero-Julio
Bonos y obligaciones	341.450	145.950	114.318
Títulos hipotecarios	50.500	-	201.750
Total	391.950	145.950	316.068
Títulos subordinados	98.500	89.000	43.390

Fuente: Analistas Financieros Internacionales, S.A.

II. LOS RASGOS PRINCIPALES DE LA EMISION A MEDIO Y A LARGO PLAZO.

Del examen de las cifras globales de emisión bruta, tanto del Estado como de otros emisores se desprende, como puede observarse en la tabla 1, un aparente renacer de la actividad emisora en los primeros siete meses de este año. Tanto las emisiones brutas de bonos y de obligaciones del Estado como las emisiones del sector privado y del sector público al margen de las Administraciones Públicas, resultaron muy superiores en los primeros siete meses de este año a las producidas en el mismo periodo del año anterior. Cabe, sin embargo, introducir dos matizaciones básicas en la interpretación de estos datos, que en realidad reflejan el entorno poco favorable para las emisiones de activos a medio y a largo plazo en los primeros meses de este año.

La primera matización se deriva del análisis de la emisión neta total que se presenta en la tabla 3. En esta última figuran las cifras de saldos totales en circulación de un amplio conjunto de emisiones con fecha diciembre de 1989 y abril de 1990 (último mes con datos disponibles para la totalidad de los sectores). En

TABLA 3

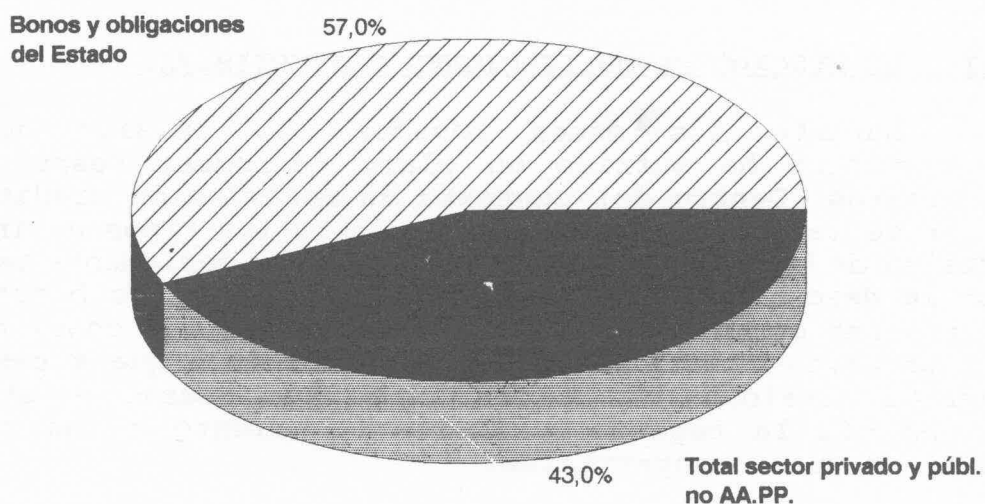
**Saldos totales vivos en circulación.
Importe nominal en miles de millones de Pts.**

	Diciembre 1989	Abril 1990	Emisión neta
Estado y otras AA.PP. Deuda negociable			
Letras del Tesoro	5 403.7	5 927.9	524.2
Pagarés del Tesoro	4 570.9	4 296.4	-274.5
Bonos y obligaciones del Estado	4 234.0	4 043.5	-190.5
Otras emisiones de las AA.PP. (1)	673.6	643.2	-30.4
Total AA.PP.	14 882.2	14 911.0	28.8
Instituciones financieras (2)			
Títulos hipotecarios	554.3	522.9	-31.4
Bonos de caja y de tesorería	384.6	323.7	-60.9
Deuda subordinada	229.7	253.6	23.9
Total	1 168.6	1 100.2	-68.4
Empresas de electricidad			
	1 205.6	1 164.3	-41.3
Autopistas, ferrocarriles y telefónica			
	400.9	406.8	5.9
Resto sector privado y públ. no AA.PP.			
	469.4	499.4	30.0
Organismos internacionales			
	355.8	426.8	71.0
Total	18 482.5	18 508.5	26.0

(1) Se incluye la deuda asumida por el Estado pero no la deuda no negociable.

(2) No se incluyen los saldos de cédulas para inversiones del I.C.O

TOTAL EMISION BRUTA ENERO - JULIO 1990



el primer cuatrimestre de 1990 se produjo una emisión nominal neta de tan sólo 26 m.m., considerando los casi 29 m.m. debidos a las Administraciones Públicas (de los que 524 m.m. se corresponden a letras del Tesoro, incluyendo las letras adjudicadas al Banco de España). La emisión neta de activos a medio y a largo plazo resultó negativa durante los cuatro primeros meses para las Administraciones Públicas, par las instituciones financieras (éstas realizaron, sin embargo, una emisión neta positiva de títulos subordinados pero radicalmente inferior a la de igual periodo de 1989), y para las empresas de electricidad. En el caso de las emisiones de bonos y de obligaciones del Estado, activos para los que se dispone de cifras más actualizadas, la emisión neta se concentró entre mayo y julio (sobre todo en junio).

La segunda matización se desprende de una lectura cuidadosa del desglose de las cifras de la tabla 1. Las emisiones brutas más destacadas se han producido en los sectores de servicios públicos que hemos englobado en "autopistas, ferrocarriles y Telefónica" (106 m.m.) y en el de "instituciones financieras" (316 m.m.). No obstante, 70 m.m. de las emisiones del sector de servicios públicos, se correspondieron a Telefónica de España que ha acudido al mercado de capitales de forma insistente y a todos los plazos a lo largo de los últimos meses. Asimismo, de las emisiones de las instituciones financieras, más de 200 m.m. fueron títulos hipotecarios, el 65% de los cuales se lanzaron por el Banco Hipotecario de España. Esta institución del crédito

oficial concentró la movilización de las hipotecas durante la primera parte del año. El saldo de títulos hipotecarios durante los cuatro primeros meses de 1990 se redujo en 60 m.m., caída que se justifica en parte por la escasa emisión de títulos hipotecarios por los bancos y cajas de ahorro.

III. EL MERCADO DE OBLIGACIONES CONVERTIBLES.

Durante los meses pasados, la emisión de títulos convertibles ha sufrido un claro retroceso respecto a años anteriores. Dentro del contexto de restricción crediticia, y a pesar de las tensiones descritas sobre los tipos de interés, la emisión de bonos convertibles se ha visto seriamente perjudicada por la desconfianza que ha inspirado el mercado bursátil a los inversores durante buena parte del periodo que consideramos. En los primeros meses del año 1987, recordemos que a pesar de las fuertes tensiones sobre los tipos de interés existentes, la pujanza de la negociación bursátil orientó a las empresas a emitir títulos convertibles.

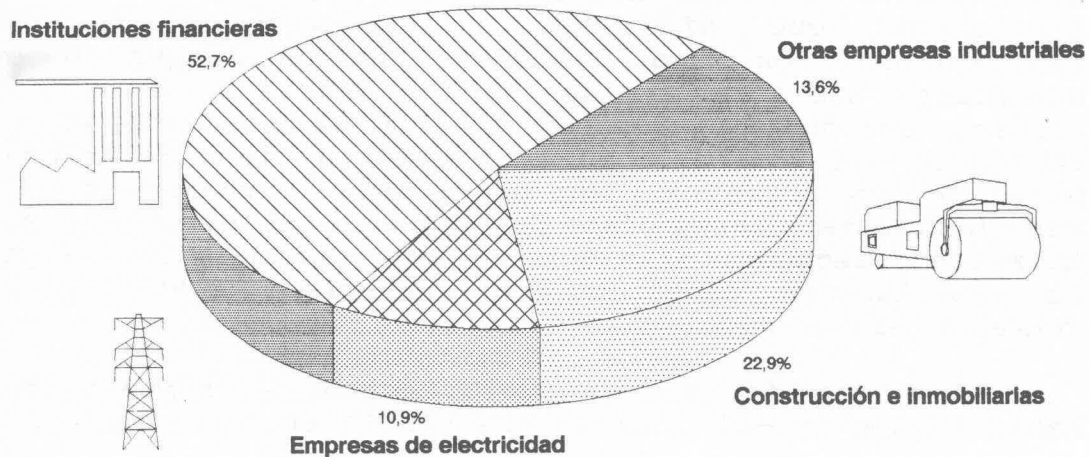
TABLA 4

**Emisión de títulos convertibles en acciones.
Detalle por sectores de emisión.
Saldos en millones de Pts.**

	1989		1990
	Total	Enero-Julio	Enero-Julio
Construcción e inmobiliarias	13 000	10 000	21 000
Empresas de electricidad	40 000	10 000	10 000
Instituciones financieras	156 950	71 950	48 428
Otras empresas industriales	191 870	36 850	12 470
Total	401 820	128 800	91 898

Fuente: Analistas Financieros Internacionales, S.A.

TOTAL EMISION BRUTA ENERO - JULIO 1990
Bonos Convertibles



Dos aspectos destacables de las colocaciones de convertibles han sido el escaso volumen medio emitido, por lo general, en cada operación (en este sentido sólo sobresale la excepción de Banco Hispano con 40 m.m., y quizás Sevillana de Electricidad con 10 m.m.), y la muy favorable acogida de las emisiones de Vallehermoso, de Metrovacesa, de Anaya y de Uniasa.

IV. LOS TIPOS DE REFERENCIA A LARGO PLAZO.

Las últimas emisiones de obligaciones de organismos supranacionales (vulgarmente conocidas como obligaciones "matador") del año 1989, se colocaron con ciertas dificultades, a las que no resultaron ajenas las tensiones internas sobre los tipos de interés. Después de iniciarse el proceso de colocación de la primera emisión de "matadores" del año, que se resintió, en particular, de una falta de difusión del papel y de una importante presión sobre una oferta inicialmente escasa, se lanzaron diversas emisiones que devolvieron enorme interés a este mercado. La rentabilidad de las obligaciones "matador", que ya se elevó considerablemente en la primera emisión del año (0.85 puntos hasta alcanzar el 13.165% para un plazo de cinco años), sufrió otros ajustes al alza hasta incluso superar la TIR de las obligaciones del Estado a diez años (en torno al 13.9% frente al 12.57%) y de los bonos del Estado a cinco años (cerca del 14.25% frente al 14.1%, pero en este último caso habría que considerar la TIR de los "matadores" con la comisión negociada en el mercado primario).

La importante elevación de las rentabilidades primarias vino acompañada de la emisión de segundos tramos para dos referencias, que alcanzaron así una mayor liquidez potencial. De esta forma, títulos emitidos por entidades con la máxima calificación en el mercado internacional, se ofrecieron en unas condiciones que afectaron sensiblemente al mercado de obligaciones. Los bonos "matador" que hasta aquel momento se orientaron hacia no residentes (no sometidos a retención en origen), fueron adquiridos por inversores residentes en momentos en los que el Estado no ofreció papel a tipos de mercado. Los bonos de los organismos supranacionales marcaron entonces las rentabilidades a largo plazo de referencia en el mercado español. El mercado secundario de activos con vencimiento a largo plazo se vio también afectado con una clara elevación de las rentabilidades negociadas.

A partir del mes de junio, cuando el mercado "matador" había recuperado el interés que perdió en los últimos meses

de 1989, las nuevas emisiones se orientaron de nuevo hacia inversores no residentes, con una situación de fortaleza de la peseta, que se ha mantenido desde el mes de marzo último.

V. CONCLUSIONES.

El comportamiento de los tipos de interés durante los últimos meses de 1989, y la política de emisión del Tesoro que intentó alargar el vencimiento medio de la deuda pública a través de la ampliación de la prima de los bonos sobre el tipo de la letra, configuraron un marco muy desfavorable para la emisión de activos privados de renta fija. Asimismo, la irregular evolución del mercado bursátil tampoco ha servido para orquestar una mayor emisión de títulos convertibles.

Por otra parte, destacamos que dentro de un contexto de restricción crediticia y dadas las tensiones existentes sobre los tipos de interés, la apelación de los mercados se ha producido en los primeros meses de este año en el mercado de pagarés de empresa que ha mostrado una importante reactivación (durante el primer trimestre, fundamentalmente). La desintermediación instrumentada a través de pagarés de empresa se ha aproximado en términos netos al medio billón de pesetas en los cuatro primeros meses, mientras que en el mismo periodo, la emisión neta de activos a medio y a largo plazo fue negativa.

En último lugar, recordemos que las emisiones de "matadores" que se colocaron entre los meses de marzo y de mayo, pudieron marcar una referencia para los tipos a largo plazo que los títulos del Estado estuvieron lejos de ofrecer al mercado. En las subastas de junio de bonos del Estado a cinco años y de julio de obligaciones del Estado a diez años, el Tesoro ha aproximado sus rentabilidades a las de los bonos "matador" para esos plazos, pudiendo así emitir un importe todavía bajo, pero con perspectivas de ampliarse en los próximos meses, considerando las actuales expectativas sobre tipos a medio y a largo orientadas moderadamente a la baja, y los recientes "ajustes técnicos" a la baja de las subastas de bonos a tres años. De igual forma, se supone que en un futuro próximo, si se confirma la posibilidad de que otras instituciones además de los organismos supranacionales de los que forma parte España puedan emitir en nuestro mercado en pesetas (gobiernos extranjeros, por ejemplo), el potencial de los bonos matador se amplía considerablemente. No debe olvidarse sin embargo, que la reactivación de los mercados de renta fija depende en primer lugar de los emisores residentes. Un periodo de caída moderada de las rentabilidades a largo plazo podría conducir a una mayor

emisión de activos públicos y privados a medio y a largo plazo. Unas perspectivas más optimistas en el mercado bursátil podrían sostener una emisión más significativa de títulos convertibles.