

Sistema Financiero y Realidad Empresarial

EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL: MÁS MERCADOS Y MÁS INSTRUMENTOS

Gabinete de Análisis Financiero de Funcas (*)

En el desarrollo económico de cualquier país, los mercados financieros desempeñan un papel fundamental. No es de extrañar, en este sentido, que organismos internacionales como el Banco Mundial o el Fondo Monetario Internacional presten, cada vez, más atención al nexo entre sistema financiero y crecimiento económico (1). La importancia del sector financiero en la economía, además, ha ido creciendo cuantitativamente, a la vez que se ha producido una sustancial globalización de los mercados financieros.

En cualquier caso, el reconocimiento de la relevancia de los mercados financieros no se ha materializado necesariamente en mayores niveles de inversión en los mercados de capitales por parte de las familias o en una mayor variedad de opciones financieras para las empresas de menor dimensión. En este sentido, en Europa, la voluntad de integración de los servicios financieros quedó de manifiesto en el Plan de Acción de los Servicios Financieros (FSAP por sus siglas en inglés) que se ha desarrollado entre 1999 y 2005 de la mano de la Comisión Europea. Este plan pretendía convertirse en una herramienta pionera para favorecer la creación de un mercado financiero único y el acceso de las empresas y los hogares al mismo en condiciones de coste y servicio homogéneas. Sin embargo, en lo que se refiere a los mercados de capitales, los avances más notables han tenido lugar en la supervisión de operaciones transfronterizas (como actualización de la Directiva de Servicios de Inversión), en vehículos de inversión colectiva y en

transparencia y normas contables. En este contexto, sin embargo, las PYME y hogares, como agentes más dependientes del crédito bancario, se han visto afectadas en mayor medida por las acciones dirigidas a la integración de los servicios financieros minoristas, donde los avances han sido más escasos y queda un largo camino por recorrer.

En cualquier caso, existe también una necesaria labor de integración de hogares y PYME en la dinámica de los mercados de capitales, ofreciendo nuevas alternativas de financiación bien de forma indirecta (como sucede mediante la inversión colectiva) o bien de forma directa (con una mayor variedad de productos más accesibles), sobre todo para las PYME. En este contexto, la Comisión Europea comienza a considerar como una realidad más plausible que el esfuerzo de integración, aun siendo positivo, se haga compatible con las características propias de los mercados locales. Es en estos mercados, donde deben desarrollarse los mecanismos de financiación para dar cabida al mayor número posible de ahorradores y empresas.

En este artículo se realiza una revisión, con carácter general, de la evolución de principales mercados financieros españoles, en los que se han producido importantes avances en los últimos años. Uno de los más destacados es la creación, en febrero de 2002, de la sociedad Bolsas y Mercados Españoles (BME) como un *holding* que agrupa, principalmente la gestión de las bolsas, mercados de renta fija y derivados. Esta sociedad ha

contribuido a dotar, aún más, de sofisticación y eficiencia a los mercados financieros. En todo caso, es necesario plantear aquellos aspectos de estos mercados donde es necesario, aún, una mayor profundidad. En cualquier caso, en el desarrollo de los instrumentos y mercados financieros en España no puede olvidarse el papel desarrollado por las entidades bancarias como principales participantes y canalizadoras de las inversiones de los hogares y, en gran medida, de las empresas. Esta participación hace que el crecimiento en la actividad de los mercados no haya sido, como ha sucedido en otros países como Estados Unidos, una actividad puramente desintermediada sino reconducida a través de intermediarios bancarios. El artículo se conforma en cuatro apartados siguiendo la estructura de los distintos mercados. En el primero de ellos, se comentan algunas características de los mercados bursátiles. El segundo apartado, se analizan los mercados de deuda, tanto pública como privada. En tercer lugar, respondiendo al elevado grado de sofisticación que han alcanzado, se analizan los mercados de derivados como uno de los ejes más dinámicos para la cobertura de riesgos. El artículo se cierra con algunas conclusiones generales.

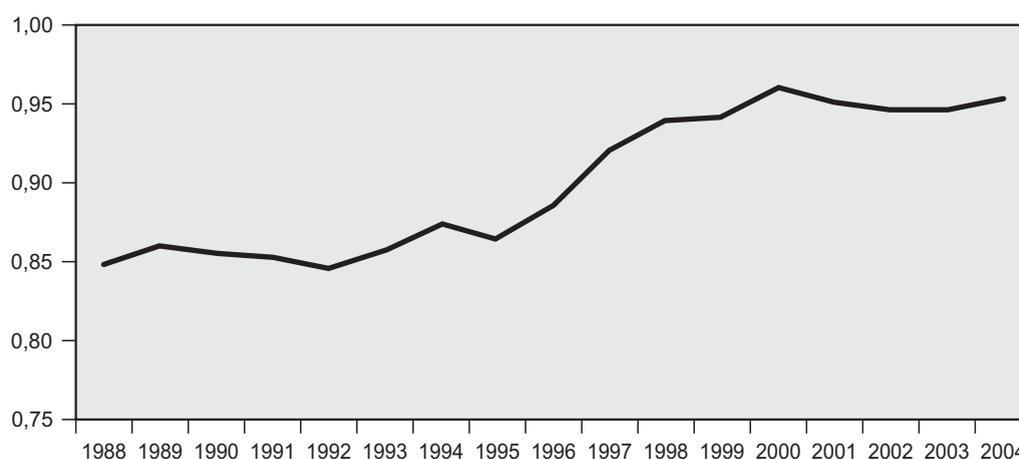
1. LOS MERCADOS BURSÁTILES DE RENTA VARIABLE

El mercado bursátil español se ha mostrado muy dinámico en las últimas dos décadas, coincidiendo

con los desarrollos regulatorios (leyes del mercado de Valores de 1988 y 1998) y, desde la óptica de la integración europea, con la adaptación a la Directiva de Servicios de Inversión. Sobre estos pilares institucionales se han sentado las bases para la modernización y la liberalización del mercado de valores español. En este sentido, el desarrollo e implicación de los intermediarios financieros en estos mercados de capitales ha sido, asimismo, fundamental para acercar, en mayor medida que en épocas pasadas, la renta variable a los pequeños inversores. Con la finalidad de apreciar la evolución experimentada en los distintos mercados desde una óptica general, se ha tomado un horizonte temporal amplio (desde 1988 o 1992 según los casos, en función de la disponibilidad de información homogénea, hasta septiembre de 2005).

En primer lugar, es necesario destacar que, en un país como España donde las entidades bancarias cuentan con un protagonismo significativo en el sistema financiero, los mercados de capitales han aumentado su peso relativo de forma importante. El gráfico 1 muestra la tendencia creciente del peso dado al mercado bursátil en España en relación a los activos totales mantenidos por las instituciones financieras. Es necesario puntualizar dos aspectos de gran interés: 1) por una parte se observa que el peso de los mercados crece de forma significativa desde 1995; 2) por otro lado, se pone de manifiesto que en España, y a pesar de tener un modelo para el sistema financiero basado en la banca, se ha con-

GRÁFICO 1
TENDENCIAS EN LOS FLUJOS FINANCIEROS (1988-2004)
(CONTRATACIÓN BURSÁTIL/ACTIVOS BANCARIOS)



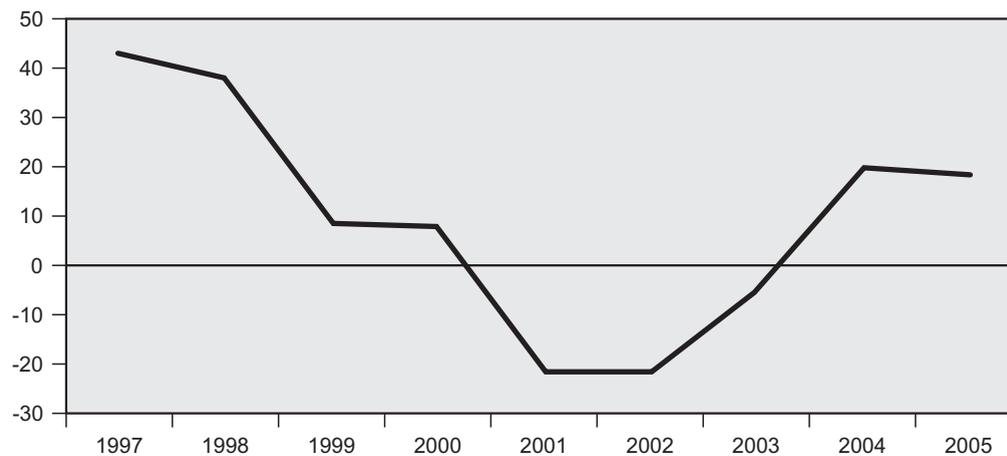
Fuente: Banco de España y elaboración propia.

vergado en gran medida hacia un sistema algo más mixto, con una importancia cualitativa y cuantitativa creciente de las bolsas. En todo caso, debe tenerse en cuenta que el sector bancario participa de forma considerable en los mercados de capitales, tanto en la emisión y negociación de valores, como en su distribución y gestión para hogares y empresas.

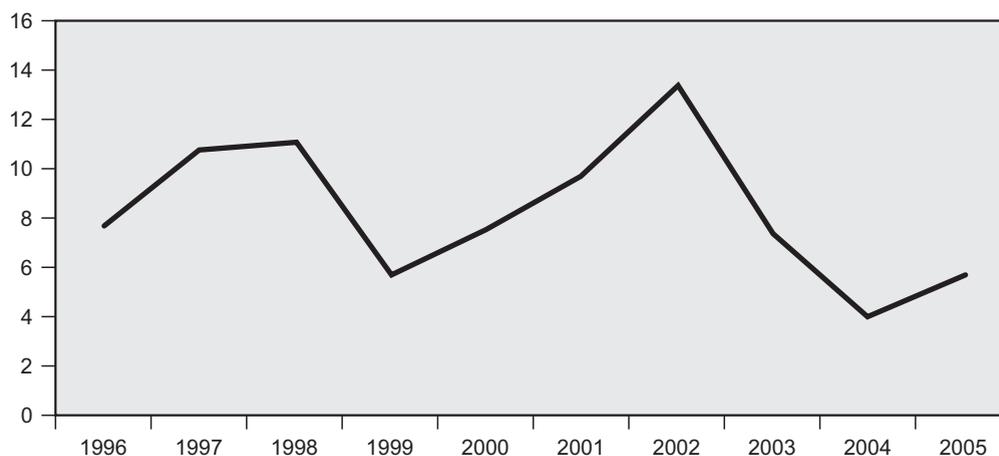
Como aproximación al comportamiento de la renta variable bursátil en España, los gráficos 2A y 2B muestran, respectivamente, la rentabilidad del índice selectivo IBEX-35 y su volatilidad. El *boom* de los mercados de valores experimentado desde 1996 y hasta el año 2000 se cerró con un “enfriamiento” bursátil que se prolongó hasta 2003 para abrir un período de lenta recuperación, con una

reducción paulatina de la volatilidad. En particular, la volatilidad del mercado alcanzó su cota más elevada en el año 2000. Durante 2005, parece confirmarse la recuperación de los mercados bursátiles, en un clima general de mayor tranquilidad entre los inversores. En este sentido, la rentabilidad media hasta septiembre de 2005 fue del 16,01 por 100. Este dato resulta similar a la evolución media anual de la rentabilidad del IBEX-35 en los últimos 10 años (16,3 por 100) para España e ilustra el desarrollo reciente del mercado bursátil español, sobre todo si se tiene en cuenta que la rentabilidad media de los diez últimos años ha estado por debajo en mercados internacionales de referencia como Estados Unidos (12,1 por 100), Francia (10 por 100) o Reino Unido (7,6 por 100).

GRÁFICO 2
A. RENTABILIDAD (PORCENTAJE) DEL IBEX-35 (1997-2005)

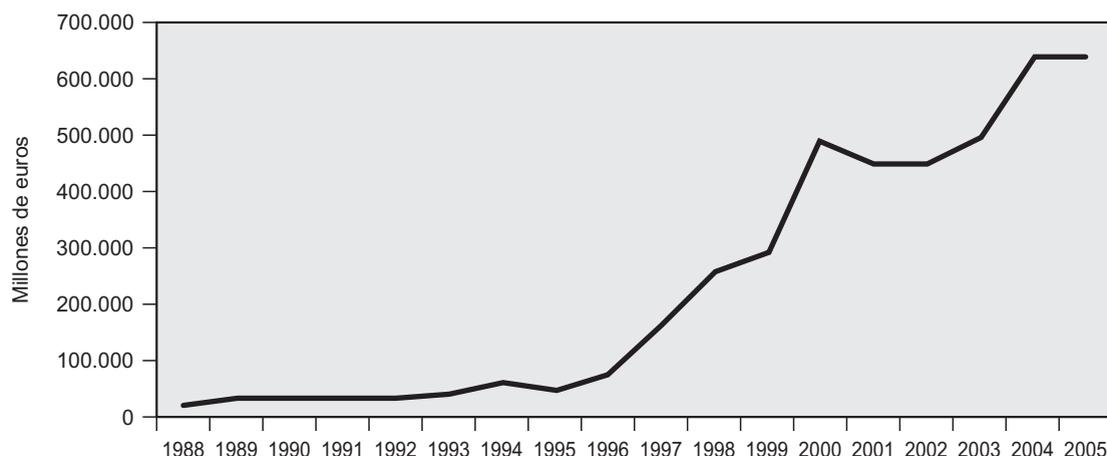


B. VOLATILIDAD (PORCENTAJE) DEL IBEX-35 (1996-2005)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

GRÁFICO 3
VOLUMEN DE CONTRATACIÓN DE ACCIONES EL MERCADO BURSÁTIL (1988-2005)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Al margen de la rentabilidad, el volumen de contratación bursátil describe de forma más nítida la evolución de los mercados de valores españoles en la última década. De este modo, el gráfico 3 muestra la transición desde una contratación total de 48.304 millones de euros en 1995 a 643.542 millones en 2004. Durante la década 1995-2005, el mercado bursátil español se ha situado como el cuarto europeo y el séptimo mundial por volumen de contratación.

Junto con el comportamiento del mercado, resulta de interés conocer su profundidad y, por lo tanto, describir qué agentes ostentan la propiedad de las acciones cotizadas. En el cuadro 1 se puede apreciar como los no residentes y los hogares son los grupos institucionales que tienen en propiedad el mayor número de acciones de las empresas espa-

ñolas cotizadas, con un 35,1 y un 26 por 100, respectivamente. Los bancos y cajas han visto reducido sustancialmente su peso relativo como participantes directos, si bien debe señalarse que han canalizado gran parte de las transacciones de las empresas no financieras y, sobre todo, de los hogares, tanto directas como materializadas en inversión colectiva (más del 95 por 100 de sus adquisiciones) por lo que, de forma efectiva, son las entidades más activas en los mercados bursátiles.

2. LOS MERCADOS DE DEUDA

Los instrumentos de deuda pública y privada constituyen otro de los pilares básicos de los mercados financieros. Estos mercados han experimentado transformaciones de gran relevancia en los últi-

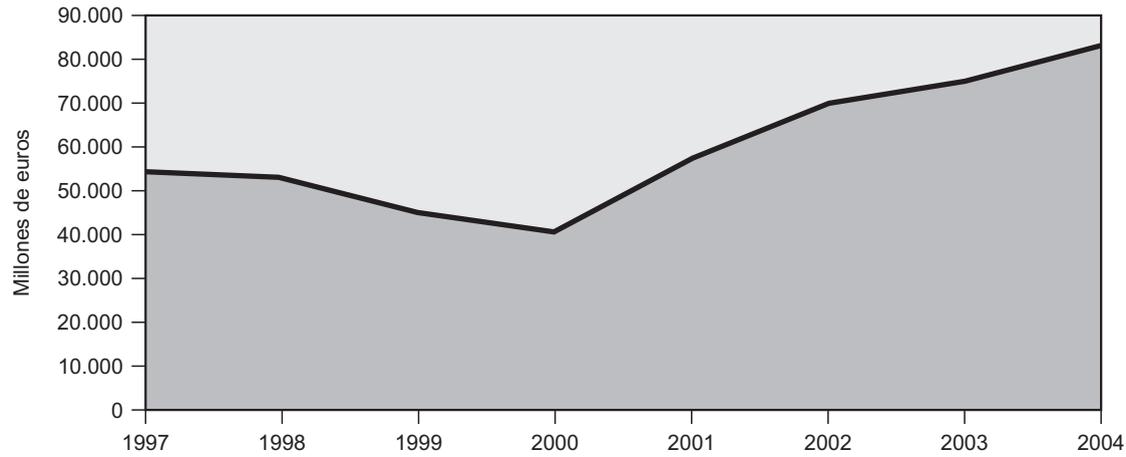
CUADRO 1
PROPIEDAD DE LAS ACCIONES DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS COTIZADAS (1992-2003)

Datos en porcentaje sobre capitalización total del mercado

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Bancos y cajas de ahorros	15,56	13,44	15,09	15,09	14,06	12,89	11,73	12,78	7,29	7,93	7,08	7,7
Compañías de seguros.....	3,37	2,24	2,68	2,79	2,2	2,6	2,82	3	2,29	2,31	2,21	2,3
Inversión colectiva	1,65	1,95	3,04	4,23	5,02	7,55	7,41	5,82	4,77	4,86	5,19	5,6
Adm. Públicas	16,64	16,39	13,77	12,21	10,87	5,56	0,58	0,34	0,21	0,21	0,44	0,3
Empresas no financieras	7,72	6,86	6,8	6,74	6,9	5,87	5,48	10,13	20,26	21,73	22	23
Hogares.....	24,44	24,75	22,76	22,22	23,59	29,96	35,08	33,63	30,52	27,96	28,31	26
No Residentes	30,61	34,38	35,86	36,73	37,36	35,57	36,89	34,3	34,67	35	34,77	35,1

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME).

GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DE LA CONTRATACIÓN DE RENTA FIJA BURSÁTIL (1997-2004)



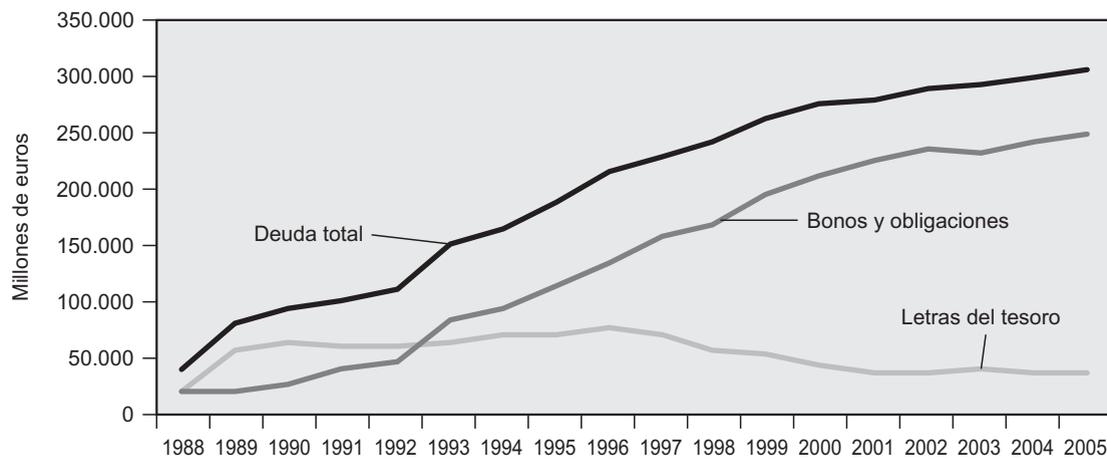
Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME).

mos años y, de nuevo, las entidades bancarias han gozado de gran protagonismo en estos cambios. En primer lugar, debe destacarse la evolución del mercado de renta fija bursátil que recoge, principalmente, la contratación de deuda pública en el mercado electrónico de renta fija (MERF) y de deuda de las Comunidades Autónomas. En estos mercados, como muestra el gráfico 4, se observa un importante incremento en los niveles de contratación, doblándose prácticamente entre los años 2000 (40.704 millones de euros) y 2004 (82,803 millones

de euros). Esta evolución viene marcada, de nuevo, por las estrategias de obtención de liquidez de las entidades bancarias en el marco de la política monetaria del Banco Central Europeo y de la moneda única, donde la deuda pública cuenta con un valor importante como colateral en las operaciones de financiación de la autoridad monetaria.

En el gráfico 5 se muestra la evolución de la deuda del Estado por tipos de instrumentos entre 1988 y 2004. Al inicio del período, el valor total de

GRÁFICO 5
DEUDA DEL ESTADO (1988-2005)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

los títulos de deuda sumaba 50.000 millones de euros, hasta llegar a superar los 300.000 millones en 2004. De la totalidad de la deuda estatal, los bonos y obligaciones se convierten en el tipo de emisión más relevante desde 1992, quedando las letras del Tesoro relegadas a un segundo plano desde un punto de vista cuantitativo. En cualquier caso, desde 2000, se observa una ralentización del crecimiento de la contratación de deuda, más perceptible en las letras del tesoro, coherente con el objetivo de equilibrio presupuestario de las administraciones públicas.

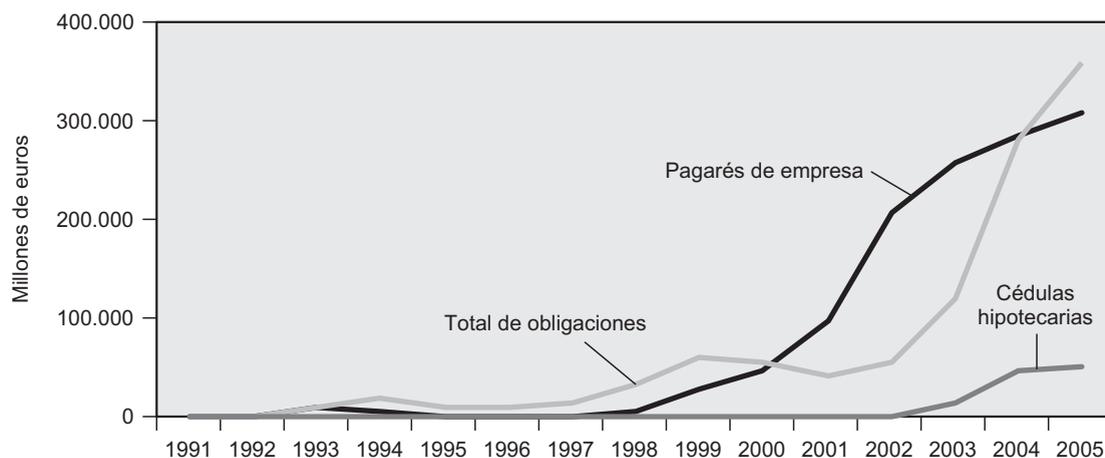
Tal vez el terreno donde, sin embargo, sea necesario un mayor desarrollo es en los mercados de renta fija privada que, en cualquier caso, han experimentado algunos avances significativos recientemente. El mercado AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros) es el responsable de la organización del mercado secundario de deuda corporativa en diversos plazos incluyendo instrumentos como pagarés de empresa, bonos de titulización o cédulas hipotecarias. En el gráfico 6 se observa como el desarrollo de estos mercados ha sido limitado hasta prácticamente 1998, año en que se observa un aumento significativo de los activos de renta fija corporativa. En primer lugar, si bien las obligaciones de empresa tuvieron inicialmente mayor protagonismo que los pagarés hasta 1999, éstos últimos ofrecen un notable crecimiento desde esta fecha. De este modo, a septiembre de 2005 la negociación de ambos tipos de deuda es de una cuantía similar, alcanzado 307.296 millones de

euros los pagarés y 355.349 millones de euros las obligaciones de empresa.

Otro de los ejes fundamentales de este mercado en la actualidad son las cédulas hipotecarias. Su negociación era aún reducida en 1999, pero a partir de esa fecha, coincidiendo con la fase de expansión más sustancial del negocio inmobiliario, mantiene un crecimiento considerable hasta los 51.265 millones de euros en 2005. Estos flujos, al igual que en los casos señalados anteriormente, han sido canalizados principalmente a través de las entidades bancarias.

A pesar de que el mercado de renta fija privada aún no ha alcanzado el nivel de desarrollo de otros países como Alemania o Reino Unido, el mercado de deuda corporativa ha registrado un crecimiento reciente que invita al optimismo como alternativa a los mercados bancarios para la financiación corporativa. La negociación alcanzó los 566.580 millones de euros en 2004, lo que representa un crecimiento del 50 por 100 respecto del año anterior (cuadro 2). Si bien es destacable el aumento de la diversificación de los instrumentos de financiación privada mediante renta fija, tal vez el crecimiento más apreciable se observa, una vez más, desde la perspectiva de las instituciones financieras como principales emisoras de fondos de titulización (2) y, en particular, de los bonos de titulización hipotecaria. Estos bonos han pasado de 24,84 millones de euros en 1996 a 107.904 millones de euros en 2004.

GRÁFICO 6
NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO DE RENTA FIJA AIAF (1991-2005)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

CUADRO 2
NEGOCIACIÓN EN EL MERCADO AIAF POR TIPOS DE INSTRUMENTOS (1996-2004)
MILLONES DE EUROS

	BONOS MATADOR	BONOS	BONOS TITULIZA- CIÓN HIPO- TECARIA	BONOS TITULIZA- CIÓN DE ACTIVOS	CÉDULAS HIPOTE- CARIAS	CÉDULAS TERRITO- RIALES	OBLIGA- CIONES	PAGARÉS DE EMPRESA	PARTICI- PACIONES PREFE- RENTES	PAGARÉS TITULI- ZADOS	TOTAL
1996.....	2.872,45	1.108,62	24,84	55,53	2.019,21	0	6.739,24	3.737,02	0	0	16.556,91
1997.....	5.774,21	779,23	57,98	0	1.428,65	0	8.870,97	4.474,13	0	0	21.385,16
1998.....	6.424,12	1.532,35	9.001,68	1.706,66	382,47	0	16.089,05	7.845,07	48,95	89,46	43.119,82
1999.....	2.413,39	1.008,13	37.649,15	2.893,06	1.772,30	0	14.546,25	21.865,80	702,5	3.417,72	86.268,30
2000.....	1.212,39	2.222,04	31.866,00	6.854,10	2.280,06	0	8.035,77	40.870,47	928	5.554,70	99.823,52
2001.....	2.219,65	1.515,42	16.936,48	7.776,64	2.126,50	0	11.391,46	90.117,33	1.458,97	7.267,51	140.809,97
2002.....	3.801,96	1.517,14	24.213,60	10.534,31	4.225,39	0	13.575,62	197.747,24	2.222,08	7.130,10	264.967,44
2003.....	3.402,61	6.618,73	32.744,30	36.630,77	17.123,41	3.904,95	14.794,49	257.543,66	3.447,74	3.978,95	380.189,61
2004.....	4.092,86	35.263,82	62.201,02	107.930,10	47.237,35	3.369,18	15.886,77	282.359,79	4.130,23	4.107,49	566.578,61

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME).

El aspecto más crítico, sin embargo, en los mercados de renta fija, es la escasa participación de las PYME en los mismos. Este hecho, unido a la dificultad de acceso de este tipo de empresas a los mercados de renta variable dota, aún más, a las entidades bancarias de un papel determinante en la financiación de estas empresas, que suponen el 95 por 100 del tejido empresarial español y el 60 por 100 del empleo.

3. MERCADOS DE DERIVADOS MEFF

La complejidad y variedad de opciones de los mercados financieros ha hecho que las estrategias de cobertura de riesgo se hayan convertido en una herramienta fundamental de inversores, grandes empresas e intermediarios financieros. En este sentido, el crecimiento reciente de los mercados de derivados en España ha sido sustancial. Las principa-

les operaciones se agrupan en el Mercado Español de Productos Financieros Derivados (MEFF) (3), creado en 1989. Forma parte del grupo MEFF-AIAF-SENAF Holding de Mercados Financieros. Como mercado oficial, el MEFF está regulado y supervisado por la CNMV y el Ministerio de Economía. En MEFF se negocian, entre otros, contratos de futuros y opciones sobre el IBEX-35, el índice S&P Europe 350, índices sectoriales o futuros sobre bonos. Asimismo, se pueden contratar, a través de EUROMEFF, futuros y opciones sobre índices europeos de renta fija y variable.

Los mercados de futuros y opciones experimentaron un desarrollo muy intenso desde la segunda mitad de la década de 1990. Los futuros sobre el IBEX-35 (cuadro 3) han alcanzado ya en 2004 un volumen de contratación por encima de los cuatro millones de euros mientras que las opciones sobre acciones IBEX-35 superaban los tres

CUADRO 3
CONTRATACIÓN DE OPCIONES Y FUTUROS SOBRE RENTA VARIABLE ESPAÑOLA

	FUTUROS		OPCIONES		TOTAL CONTRATOS
	Ibex	Acciones	Ibex	Acciones	
2000.....	4.183.028	—	7.659.790	16.580.519	28.423.337
2001.....	4.308.159	8.766.165	6.014.405	22.628.133	41.716.862
2002.....	3.969.083	12.645.186	5.366.944	18.701.248	40.682.461
2003.....	3.678.168	12.492.568	2.981.593	11.378.992	30.531.321
2004.....	4.473.114	12.054.799	2.947.529	8.200.314	27.675.756

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME).

millones de euros. El total de contratos de opciones y futuros sobre renta variable española en 2004 era de 27 millones de contratos.

Los miembros del mercado por cuenta propia son los principales participantes en este mercado, suponiendo un 46,8 por 100 de la negociación en el mercado de futuros y un 44 por 100 de la de opciones. Los inversores individuales, sin embargo, tan solo participan en un 6,96 por 100 en el mercado de futuros y un 16,79 por 100 de las opciones.

4. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS FUTURAS

En este artículo se ha realizado un breve repaso a los mercados financieros españoles con el objetivo de mostrar, de forma general, los principales avances recientes y las áreas donde sería conveniente un mayor desarrollo para favorecer el acceso de un conjunto más variado de inversores y emisores a los mismos. En este sentido, pueden señalarse como aspectos más destacados de la evolución reciente y las perspectivas futuras de estos mercados los siguientes:

— La creación en 2002 del holding Bolsas y Mercados Españoles (BME) está contribuyendo a dotar de más eficiencia a estos mercados. Durante 2005, asimismo, se están ultimando los detalles para que —en consonancia con lo ocurrido en otras plazas financieras internacionales— esta sociedad pase a cotizar ella misma en bolsa.

— El papel de las entidades bancarias está presente de forma significativa en todos los mercados, bien como emisores directos, como inversores o como gestores para terceros. En este contexto, si bien se ha observado un crecimiento de la importancia relativa de los mercados respecto a las instituciones financieras en España en los últimos diez años, debe tenerse en cuenta que gran parte de estos flujos “desintermediados” han sido canalizados a través de las entidades bancarias.

— Los mercados bursátiles cuentan con un protagonismo especial en el crecimiento reciente de los mercados financieros españoles. La participación de los hogares ha ido constantemente en

aumento. No es de extrañar, en este sentido, que prácticamente un tercio del patrimonio financiero de las familias españolas corresponda a acciones y participaciones en fondos de inversión. De nuevo, las entidades bancarias han actuado como principales gestores de estos flujos financieros.

— Los mercados de renta fija han experimentado un crecimiento reciente que invita al optimismo para un definitivo despegue en España. Sin embargo, el acceso de las PYME a estos mercados continúa siendo una asignatura pendiente y deja en manos de las entidades bancarias la responsabilidad de cubrir sus necesidades financieras. En esta línea, las iniciativas recientes para la constitución de fondos de titulización y fondos de inversión que incluyan deuda de las PYME constituyen un mecanismo necesario en el que es preciso avanzar en mayor medida.

— La sofisticación de los mercados ha propiciado el desarrollo de estrategias de cobertura de riesgos más complejas en las que los mercados de derivados han concentrado gran parte de la actividad. Su desarrollo reciente en España ha sido más que significativo y, en el entorno reciente de reducción de la volatilidad en los mercados de renta variable, gozarán seguramente de un mayor desarrollo.

NOTAS

(*) Han participado en la elaboración de este artículo: Santiago CARBÓ VALVERDE, José Manuel LIÑARES ZEGARRA, Juan de Dios MARTÍNEZ MARTÍNEZ y Francisco RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ.

Véase, por ejemplo:

— CLAESSENS, C. y GLAESSNER, T. (1997): *Are Financial Sector Weaknesses Undermining the East Asian Miracle?*, World Bank, Washington DC.

— LINDGREN, C.; BALINO, J.; ENOCH, C.; GUIDE, M., y QUINTYN, T. L. (2000): «Financial sector crisis and restructuring, lessons from Asia», *International Monetary Fund Occasional Paper*, núm. 88, enero, Washington DC.

(2) La titulización es un método de financiación de empresas basado en la venta o cesión de determinados activos, incluso derechos de cobro futuros, a un tercero que a su vez financia la compra, emitiendo los valores que se colocan entre los inversores. Las emisiones de bonos resultantes de este proceso cuentan generalmente con un *rating* muy elevado. Por sus características, suelen colocarse entre inversores institucionales.

(3) MEFF es la sociedad rectora, responsable de la organización del mercado de derivados sobre índices y productos de renta variable y fija (acciones, bonos, ...).