

MERCADO MINORISTA Y MERCADO DE DEUDA

Ignacio GARRIDO SANCHEZ

INTRODUCCION

El mercado español de deuda del Estado ha estado aquejado estos años de tres achaques que han dificultado su desarrollo y maduración, contrarrestando otras ventajas que con el tiempo se han mostrado cada vez más relevantes, como son la eficacia de los mecanismos de control y supervisión y, sobre todo, de compensación y liquidación. La negociación mayorista pudiera adscribirse a este capítulo de virtudes, aunque no sería difícil encontrar operadores que pondrían sus peros.

Aquellos achaques han sido básicamente la falta de liquidez, la volatilidad y el aislamiento efectivo que la fiscalidad y las incertidumbres sobre el tipo de cambio imponían en relación con la inversión de no residentes. De una manera o de otra, todos ellos están relacionados o tienen su origen en los mecanismos de distribución de la deuda hacia el inversor final; en la forma en que este inversor accedía a la deuda o, llegado el caso, salía de ella, y el coste de hacerlo.

MEDIDAS EN LA REGULACION Y EL AMBITO MAYORISTA

La falta de liquidez ha tenido múltiples causas, pero entre las principales pueden citarse el reducido importe nominal, en términos generales, de cada una de las referencias, la debilidad de la demanda final a los plazos originales de emisión de la deuda, la ausencia de mecanismos de cobertura y la unilateralidad o unanimidad de los operadores. El efecto de ciertas normas contables ha acrecentado el bloqueo que el mercado ha experimentado en los momentos de empeoramiento de las expectativas.

Consecuencia de la falta de liquidez y de la intensa transformación de plazos que las entidades de crédito, tomadoras a vencimiento de la deuda, se veían en la necesidad de hacer para financiar sus carteras ha sido el elevado grado de volatilidad que han mantenido los precios y los rendimientos en los mercados de deuda. Las expectativas sobre la evolución futura de los tipos de interés abrían, según los casos, posibilidades muy importantes de ganancias o de pérdidas de capital.

Por otra parte, recayendo la financiación de las carteras tan pesadamente sobre el corto plazo, y habiendo persistido una curva invertida de rendimientos durante todo el período —con pendientes, a veces, acusadísimo—, el mercado de deuda se ha visto contagiado de la volatilidad de los mercados de dinero. Todo ello en una época en que las magnitudes monetarias, y por tanto los procedimientos de control, han estado sometidos a incertidumbres y discontinuidades en su comportamiento, que han desdibujado la nitidez de los mensajes extraíbles por el mercado de la propia evolución de las magnitudes y de las acciones de las autoridades monetarias.

En los tres últimos años, se tomaron medidas encaminadas a fortalecer la liquidez del mercado tanto por parte del Tesoro como del Banco de España. El primero puso en práctica la agregación en una sola emisión de los valores a medio y largo plazo puestos en oferta y en circulación en meses sucesivos. Esta línea se ha mantenido, e incluso intensificado, tras la entrada en funcionamiento de los mercados de opciones y futuros, y más aún tras la importantísima presencia de los no residentes a partir de los primeros meses del año actual. Cabe suponer, en efecto, que una parte considerable de esta demanda exterior procede de

inversores institucionales que, en ausencia de circunstancias excepcionales y alarmantes, mantendrán la deuda hasta su vencimiento. De ser esto así, y en la medida en que la liquidez de cada emisión sea función del volumen que de la misma esté listo para ser transmitido en cada momento, ese apartamiento de una parte sensible del nominal en circulación aconsejaría elevar el capital en circulación hasta el entorno mínimo de 400-500 miles de millones; en particular, si la emisión en cuestión va a ser objeto indirecto de negociación a través de los mercados de opciones o de futuros.

El Banco de España, por su parte, dio carta de naturaleza a la figura del creador de mercado, entre cuyas actividades relevantes, a efectos de evaluación de su actividad, siempre ha figurado su actuación en el mercado secundario. Complementariamente, promovió la aparición de la operativa ciega en la negociación entre creadores y aspirantes a creadores. La importancia de la figura del creador de mercado ha dado pie a su regulación, con carácter general, por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de julio de 1991 (BOE de 27 de julio de 1991), mediante la que quedan coordinadas las actuaciones del Banco de España y del Tesoro público en este campo.

CUADRO N.º 1

INVERSIONES DE NO RESIDENTES EN DEUDA DEL ESTADO (Millones de pesetas)

Fecha declaración	Letras Tesoro	Deuda Estado	Saldo total
29/12/89	172.517	260.402	432.919
30/ 3/90	158.688	244.159	402.847
29/ 6/90	56.067	379.539	435.606
28/ 9/90	38.940	401.125	440.065
28/12/90	107.855	516.333	624.188
27/ 3/91	150.051	1.325.233	1.475.284
28/ 6/91	162.057	1.626.116	1.788.173
27/ 9/91	172.688	1.784.154	1.956.842
4/10/91	180.454	1.758.611	1.939.065
11/10/91	149.766	1.782.559	1.932.325
18/10/91	164.778	1.863.392	2.028.170
25/10/91	159.205	1.875.416	2.034.621
31/10/91	182.032	1.919.252	2.101.284
8/11/91	164.614	1.860.776	2.025.390
15/11/91	163.145	1.953.062	2.116.207

CUADRO N.º 2
EVOLUCION DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS FONDTESORO
(Millones de pesetas)

	FIM	FIAMM	Total
1990			
30 de octubre	1.768,6	3.955,8	5.724,4
1991			
8 de enero	10.350,1	16.207,1	26.557,2
27 de marzo	29.473,4	25.478,4	54.951,8
27 de junio	77.400,7	39.697,5	117.098,1
26 de septiembre	102.491,8	58.873,1	161.365,0
14 de noviembre	127.112,9	70.526,1	197.639,0

En el campo de la generación de mecanismos de cobertura, ha sido destacable la buena disposición y el apoyo que, en todo momento, las autoridades han prestado al desarrollo de los mercados de opciones y de futuros. Este apoyo no sólo se tradujo en facilitar, en su momento, el lanzamiento de aquéllos, sino también en modificar reglas de actuación propias, llegado el caso, para favorecer sus procesos de negociación y liquidación.

Finalmente, dentro de lo que podría denominarse adecuación normativa del mercado, a finales de 1990 se suprimió la sujeción a tributación en España de las rentas obtenidas de la inversión en Deuda por no residentes que no operen en España mediante establecimiento permanente, y que no sean residentes de un paraíso fiscal. Esta medida, añadida a la integración de la peseta en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo y al alto nivel de los tipos españoles, ha supuesto una incorporación de la deuda en pesetas a los mercados internacionales y a las carteras de grandes inversores institucionales extranjeros.

finalice el corriente año, así como a la difusión del mismo entre los potenciales y actuales tenedores de deuda.

Estas actuaciones del Tesoro en la distribución minorista de deuda están orientadas en dos direcciones preferentes: por una parte, promover la inversión institucional y, más en general, la inversión a largo plazo de los pequeños y medianos ahorradores; por otra parte, aumentar el grado de transparencia en este segmento del mercado. A la primera línea puede adscribirse predominantemente la promoción de los fondos de inversión, ya que no sólo transforman plazo de por sí, alargándolo en términos generales respecto al que sería predominante si los partícipes hubiesen realizado la inversión de manera individual y directa, sino que, por la garantía de liquidez que los fondos ofrecen, probablemente inducen en el inversor una actitud más favorable a la estabilidad de la inversión. Dicho de otro modo, los predisponen más en favor del concepto FIM, frente al concepto FIAMM, de lo que en otro caso hubiesen estado. La evolución, en el período de funcionamiento de los Fondtesoro, de los dos

tipos de fondos no desmiente esta hipótesis, aunque, probablemente, obedece en mayor medida a la evolución de las rentabilidades de uno y otro, que favorece también a los FIM.

Conviene aclarar aquí que, por positiva que haya sido la evolución de los fondos Fondtesoro (1), la verdadera finalidad que el Tesoro perseguía con su lanzamiento era la de provocar la difusión y el establecimiento de los fondos de inversión en general, como una alternativa comercialmente competitiva a los pasivos bancarios. Este proceso se está produciendo en la actualidad con una intensidad comparable a la que, en su momento, tuvo el lanzamiento de las supercuentas; pero, a diferencia de lo que pasó con aquéllas, es de esperar que los fondos permanezcan en lo sucesivo como un rasgo más del acercamiento del sistema financiero español a los sistemas financieros desarrollados, en los que estas instituciones tienen un peso relativo varias veces superior al que tienen en España. La evolución de las cifras apunta en esa dirección, y las características financieras y fiscales los configuran como un producto de perfiles propios, con una demanda potencial enorme. Parece ocioso reclamar para el Tesoro público el impulso básico inicial en el reciente *boom* de los fondos. Basta comparar la evolución de los patrimonios antes y después del lanzamiento de los Fondtesoro, y cómo la venta activa de los fondos por los grupos bancarios que hasta el momento se han implicado ha espoleado el crecimiento de sus propios fondos, para concluir que difícilmente se hubiera producido esta evolución sin la acción iniciada por el Tesoro público.

En la segunda línea, aumento de transparencia y de competencia, se inscribe la implantación de las cuentas directas y el apoyo a la creación de un mercado bursátil

MEDIDAS EN EL MERCADO MINORISTA

Simultáneamente a los desarrollos descritos, el Tesoro, solo o en colaboración con el Banco de España, tomó iniciativas o apoyó las tomadas por otros para favorecer la aparición de una demanda final a vencimiento dentro de España.

En esta estrategia, se enmarcan la promoción de los fondos de inversión Fondtesoro, mediante convenios firmados a tal efecto con determinadas entidades gestoras de instituciones de inversión colectiva, y la creación, junto con el Banco de España, de las cuentas directas. Lo mismo cabe decir del apoyo decidido a la creación de un mercado bursátil de deuda del Estado en anotaciones en cuenta, cuya entrada en funcionamiento se producirá antes de que

CUADRO N.º 3
FONDOS DE INVERSION MOBILIARIA PATRIMONIO
(Miles de millones)

	FIM	FIAMM	Total
1981	19,3	—	19,3
1985	142,8	—	142,8
1989			
Septiembre	513,3	270,9	784,2
Diciembre	540,6	329,2	869,8
1990			
Marzo	530,9	428,0	958,9
Junio	527,0	482,8	1.009,8
Septiembre	521,6	551,6	1.073,2
Diciembre	542,8	619,7	1.162,5
1991			
Marzo	658,8	800,3	1.459,1
Junio	1.001,0	1.105,3	2.106,3

CUADRO N.º 4

**CUENTAS DIRECTAS DE DEUDA DEL ESTADO
EN EL BANCO DE ESPAÑA**
(Millones de pesetas nominales)

	Pagarés	Letras	Bonos	Obligaciones	Total
1990					
Febrero	10,50	2.849,00	437,25	0,00	3.296,75
Marzo	22,50	20.400,00	2.515,28	3,87	22.941,65
Junio	131,00	62.554,00	9.148,36	48,61	71.881,97
Septiembre	213,50	104.529,00	14.805,32	193,64	119.741,46
Diciembre	302,00	147.172,00	18.081,01	207,70	165.762,71
1991					
Marzo	309,50	205.957,00	25.338,18	491,81	232.096,49
Junio	300,50	212.709,00	28.688,29	604,13	242.301,92
Septiembre	327,50	226.900,00	29.441,17	752,97	257.421,64

de deuda del Estado en anotaciones. Este último, además, puede influir favorablemente tanto sobre la tenencia de deuda a vencimiento como sobre la inversión a plazo medio o largo de los pequeños ahorradores, como consecuencia del fortalecimiento de la imagen de liquidez que la Bolsa proporciona, en términos generales, a los activos que en ella cotizan.

Las «cuentas directas» —es decir, las cuentas de deuda del Estado en anotaciones que el Banco de España mantiene como entidad gestora para terceros no financieros que no son titulares de cuentas en la Central de anotaciones— ofrecen un esquema de tenencia de deuda con bajos costes, pero a cambio de serias limitaciones operativas. Estas cuentas, en efecto, registran suscripción, mantenimiento y amortización de la deuda, pero no pueden efectuarse directamente en ellas operaciones de mercado secundario. Para ello, es requisito pre-

vio hacer un traspaso desde o hacia otra gestora, según se quiera adquirir deuda o venderla. Se comprende fácilmente que, en la mayoría de los casos, los fondos Fondtesoro son una alternativa ventajosa a estas cuentas directas, pero no siempre es así. Por otra parte, ciertos inversores tienen reservas personales acerca de la seguridad de lo que no sea directamente la deuda del Estado. El resultado es que estas cuentas continúan creciendo en su saldo, aunque hayan cedido en su ritmo de crecimiento.

Por lo que respecta al mercado bursátil de deuda del Estado en anotaciones, cabe decir que está en funcionamiento desde los primeros días de diciembre de 1991, como un ámbito específico de negociación, compensación y liquidación del mercado de deuda pública en anotaciones, al amparo de lo previsto en el artículo 7.º del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril (2). En un primer momento, la contratación se limita

a los bonos y obligaciones del Estado, y se desarrolla por medios electrónicos con el mismo soporte que se utiliza para la renta fija privada. Su gama de operaciones también es limitada de momento. Pueden realizarse operaciones de compraventa al contado solamente, por más que las entidades gestoras miembros del sistema bursátil puedan realizar, fuera del sistema de negociación bursátil, todas las operaciones que su *status* de entidad gestora con capacidad plena o restringida les permita.

A los efectos del mercado de deuda al por menor, el mercado bursátil ha de servir para establecer en todo instante un precio de referencia que refuerce los efectos de transparencia que derivarán de la actuación de los creadores de mercado, además de afectar favorablemente a la liquidez de los valores, según quedó expuesto más arriba.

Con todas estas medidas, se espera alcanzar un mercado en el que la negociación no desmerezca del grado de eficacia que, en los aspectos de negociación y liquidación, ha situado al mercado español de deuda entre los más eficientes del mundo.

NOTAS

(1) Los fondos de inversión Fondtesoro se regulan en la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 7 de junio de 1990 (BOE del 13 de junio de 1990).

(2) Texto modificado parcialmente por el Real Decreto 1.009/1991, de 21 de junio (BOE del 27 de junio de 1991).