

EL MERCADO ESPAÑOL DE RENTA FIJA

Estamos asistiendo actualmente a lo que parece el comienzo de un resurgimiento del mercado de renta fija en España, lo que podría ser extremadamente importante para nuestra economía. **Pedro Guerrero Guerrero** estudia en esta colaboración la situación actual —partiendo de la próxima iniciación de un nuevo sistema de contratación para activos de renta fija en la Bolsa de Madrid— y las perspectivas inmediatas de este mercado, que trata de superar la estrechez de que ha adolecido hasta ahora, determinada tanto por la reticencia de las empresas españolas a emitir obligaciones en la medida que cabría esperar, dadas las condiciones del resto de la economía, como por la de los inversores a mantener su riqueza en este tipo de activos. Condiciones éstas que parecen estar cambiando rápidamente en la actualidad (*).

INTRODUCCION

EL mercado de renta fija tiene hoy un especial interés, pues nos hallamos en el umbral de un importante resurgimiento del mismo en nuestro país. Si así fuera, las consecuencias para el conjunto del sistema financiero español, e incluso para la economía en general, serían extremadamente importantes.

Por otra parte, y en términos más concretos, el mercado de renta fija vive unos momentos de especial actualidad. La Bolsa de Madrid se encuentra próxima a poner en marcha un nuevo sistema de contratación para activos de renta fija, lo que supone un paso muy importante a la hora de agilizar el mercado, y que sin duda contribuirá a potenciarlo de manera considerable. Obviamente, ambos acontecimientos se encuentran interrelacionados, ya que si la Bolsa ha decidido llevar adelante este ambicioso proyecto, es porque cree en el potencial latente del

mercado de renta fija español, y quiere colaborar en el proceso de modernización y expansión del sistema financiero español con el lanzamiento de un nuevo sistema de contratación.

LA ESTRECHEZ DEL MERCADO

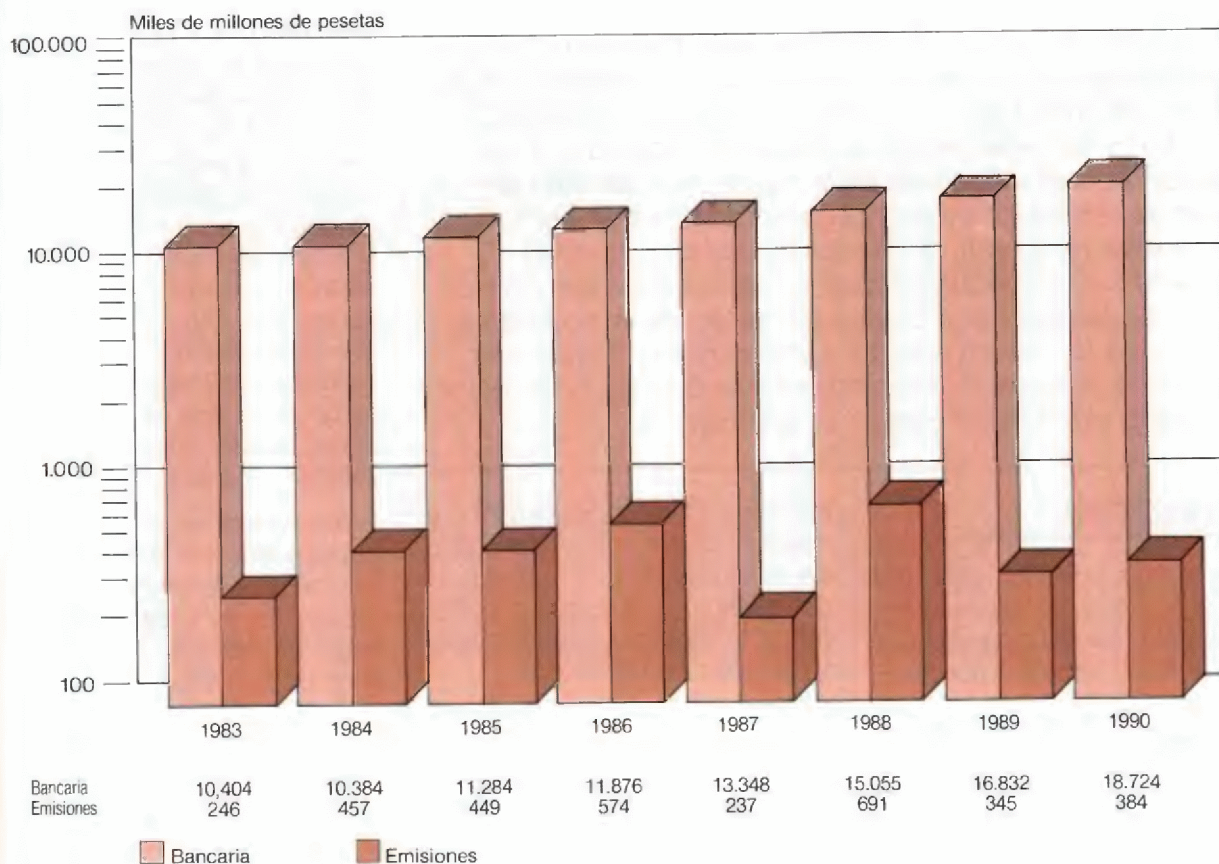
La primera constatación es la estrechez del mercado de renta fija en nuestro país; o, dicho de otra manera, la reticencia de las empresas españolas a la emisión de obligaciones en la medida en que cabría esperar, dadas las condiciones generales del resto de la economía. Esta es la base de partida que explica por qué los mercados organizados de renta fija (por ejemplo, el mercado bursátil) se encuentran poco desarrollados, y por qué no existe en nuestro país una serie de instituciones auxiliares (como, por ejemplo, las agencias dedicadas a la calificación institucional de obligaciones, agencias de *rating*) que contribuyen a su buen funcionamiento.

Claro está que el hecho de que las empresas españolas apenas se financien mediante la emisión de obligaciones tiene su razón de ser, y esta razón no es otra que la actitud de los inversores, poco propicios a tener estos títulos en sus carteras. Podría decirse que la escasa propensión de los inversores a mantener su riqueza en forma de bonos obedece a una serie de factores organizativos, tales como el poco desarrollo que han tenido hasta la fecha las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones. Sin embargo, creo que este aspecto institucional es secundario, y que la verdadera razón es la que se ha señalado anteriormente: el desinterés del inversor final por estos títulos.

Al exponer así el problema, se pueden entrever inmediatamente las causas de optimismo hacia el futuro. Es indudable que, a lo largo de los dos o tres últimos años, se ha despertado el interés del inversor español por una serie de instrumentos de renta fija, y en particular por las letras del Tesoro, instrumentos a corto plazo que se han caracterizado, desde su nacimiento en 1987, por ofrecer un rendimiento muy interesante y una liquidez bastante satisfactoria. Incluso, en los meses recientes, este interés ha empezado a desplazarse hacia otros títulos, también públicos, con vencimientos más largos, como es el caso de los bonos y obligaciones del Estado. Pero el renacer de la renta fija no se ha limitado al sector público, sino que ciertas emisiones del sector privado han gozado también de una gran aceptación.

Sin embargo, como se observa a partir de la información estadística, la empresa española utiliza poco el mercado de obligaciones. Esto lo podemos ver

GRAFICO 1
FINANCIACION DEL SECTOR PRIVADO
Bancaria vs emisión de obligaciones



Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

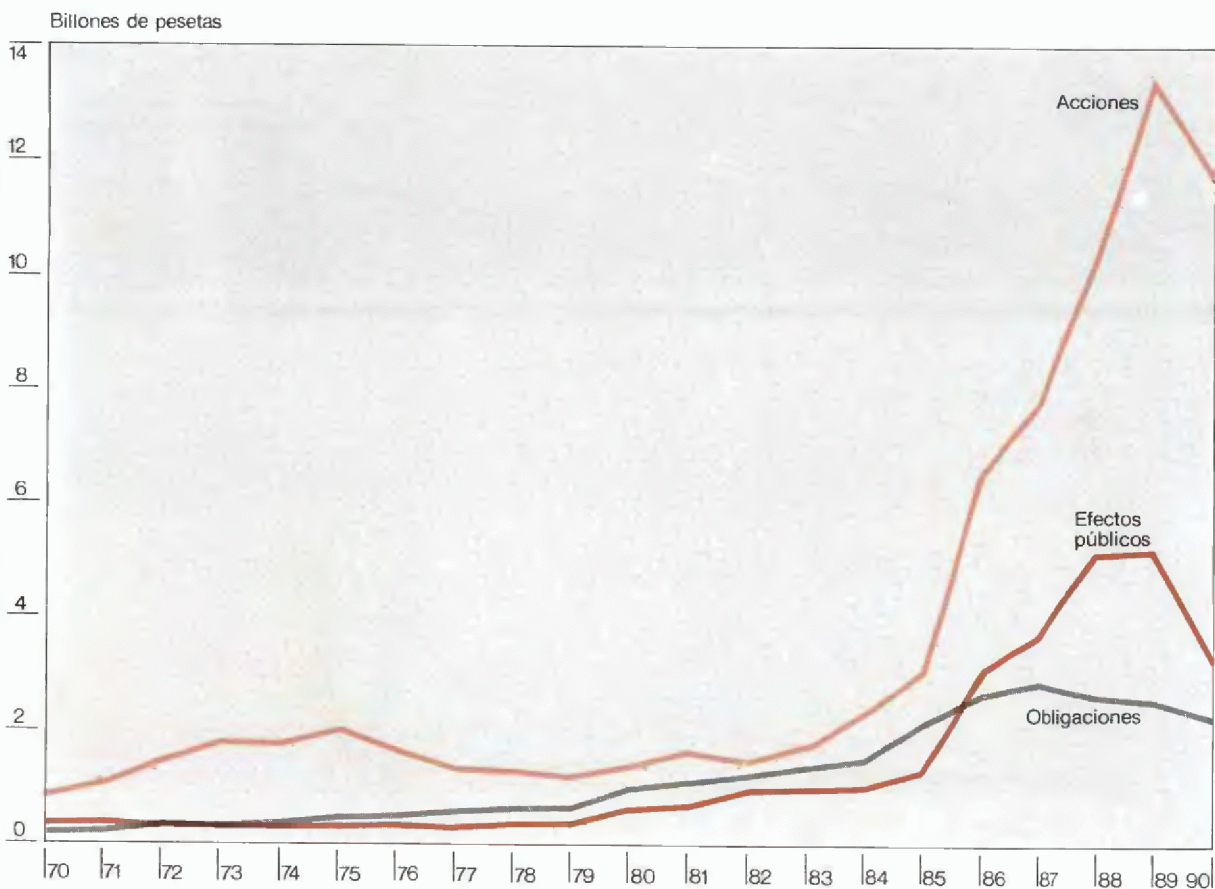
desde prácticamente todos los puntos de vista. Es un hecho establecido, respecto al que existe importante información en la literatura económica de nuestro país, que la empresa recurre en grado excesivo a la financiación bancaria; es decir, que utiliza en exceso los servicios de la intermediación financiera, ya que no es capaz de llegar al ahorrador final. La pequeña y mediana empresa presenta un recurso prácticamente nulo al mercado de

obligaciones; además, este tipo de sociedades encuentra también dificultades para obtener financiación bancaria, con el resultado de que tiene que depender casi exclusivamente de la que obtiene a través de sus recursos propios, lo que constituye una dificultad adicional para el desarrollo de sus actividades. Incluso las empresas que dependen de la financiación bancaria tienen acceso a ésta en condiciones restrictivas; en nuestro país, predo-

mina todavía la financiación a corto plazo, muy poco adecuada a los proyectos con periodos de maduración que superan el año, lo que introduce un importante elemento de incertidumbre en las empresas respecto a la capacidad de llevar a cabo sus proyectos.

El gráfico 1 muestra la evolución en los últimos años del recurso del sector privado a la financiación bancaria frente a la

GRAFICO 2
BOLSA DE MADRID. CAPITAL EFECTIVO ADMITIDO A COTIZACION
(Valorado al cambio de final del año)



Fuente: Memoria de la Bolsa de Madrid.

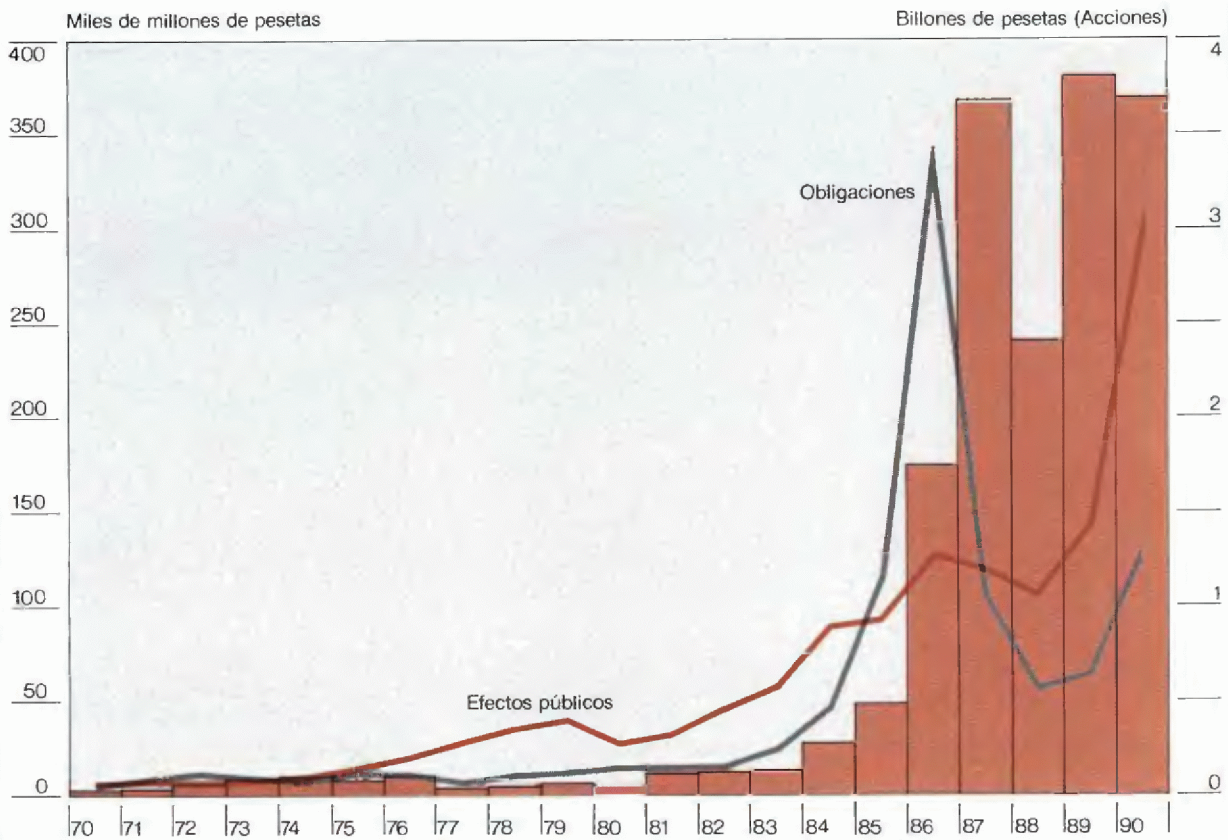
emisión de obligaciones. Mientras el primero ha mantenido un crecimiento continuo, hasta casi duplicar su volumen, la segunda ha evolucionado de una forma irregular. La relación entre recursos bancarios y emisión de obligaciones ha pasado de 42 a 48 veces en el período analizado (nótese la necesidad de utilizar una escala logarítmica para comparar dichas magnitudes).

En definitiva, el sistema finan-

ciero español tiene grandes deficiencias en su funcionamiento que implican que el acceso al crédito sea desigual según sectores y tipos de empresa, y que, incluso aquellas que tienen un acceso regular al mismo, no puedan optimizar su utilización. Sin embargo, es evidente que la liberalización del sistema y la creciente competencia entre instituciones están modificando esta situación en un sentido altamente esperanzador. Por ejemplo, hoy

por hoy, la empresa mediana española, aunque no todavía la pequeña, tiene un acceso al sistema crediticio muy superior al que tenía tan sólo hace cinco años. (La relación entre crédito y recursos propios en las empresas con plantilla entre 30 y 100 trabajadores ha pasado del 45 por 100, en 1984, al 71 por 100 en 1989). Es también indudable que el sistema financiero ha creado recientemente mecanismos mucho más flexibles de financiación (basta

GRAFICO 3
BOLSA DE MADRID. VOLUMEN EFECTIVO DE CONTRATACION



Fuente: Memoria de la Bolsa de Madrid.

pensar en las formas especializadas de crédito, tales como el arrendamiento financiero, los créditos para la financiación de nóminas, los especialmente pensados para pequeñas empresas, etc.) que reducen considerablemente los riesgos derivados del desajuste entre el instrumento utilizado y el tipo de necesidad de financiación real a la que va ligado.

Con todo ello, sigue siendo cierto que nuestro sistema crediticio presenta deficiencias ins-

titucionales y que, además, resulta perjudicial para la economía que las empresas dependan en grado tan elevado de los intermediarios financieros, sin ser capaces de acudir a los ahorradores finales del sistema. Naturalmente, el insuficiente desarrollo del instrumento de la renta fija no puede menos de traducirse en una situación similar en el mercado secundario donde se cotiza; es decir, en el mercado de valores. En la Bolsa de Madrid, la contratación de activos de renta fija se situó, en 1990, en 424 miles de

millones de pesetas, cifra que, a pesar de su fuerte incremento (ya que prácticamente se duplicó) se encuentra muy lejana de los 3.706 miles de millones contratados en renta variable.

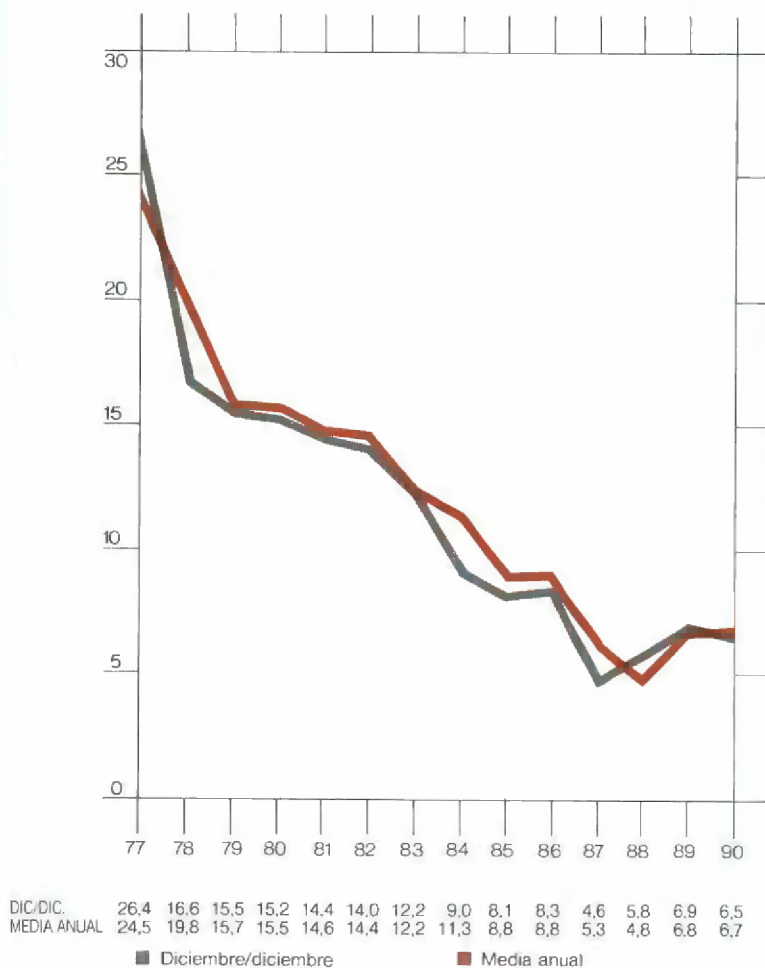
Los gráficos 2 y 3 presentan detalladamente la evolución de la capitalización bursátil y los volúmenes de contratación de la Bolsa de Madrid en las últimas dos décadas. Mientras que la capitalización de la renta variable y de la renta fija (efectos públicos y obligaciones) son compara-

bles, a pesar del despegue de las acciones a partir de 1985, esto mismo no ocurre con las cifras de contratación, donde la primera se ha tenido que representar en billones de pesetas y la segunda en miles de millones. (Nótese el crecimiento vertiginoso de la contratación en los años ochenta y la fuerte caída de los efectos públicos a partir de 1987, fecha de puesta en funcionamiento de la Central de Anotaciones del Banco de España).

Merece la pena extenderse en las causas que han determinado esta situación, ya que en la modificación de éstas radica la expectativa de que la situación vaya a cambiar de manera importante en el futuro. La causa fundamental de este problema, como en general del insuficiente desarrollo que hasta fecha muy reciente ha tenido nuestro sistema financiero, radica en la inflación. Ciertamente, en su historia económica reciente, pongamos desde 1959, España no ha vivido nunca episodios de inflación que guarden, ni siquiera remotamente, relación alguna con las superinflaciones recientemente padecidas por los países sudamericanos. Aún así, nuestra tasa de inflación ha sido siempre significativamente superior a la de los países europeos, y lo suficientemente importante como para dejar huellas muy profundas en el ánimo de los ahorradores. Recordemos brevemente que entre 1960 y 1983 la tasa de inflación se movió entre un mínimo del 4,5 por 100 y un máximo del 26 por 100. (En el gráfico 4, puede observarse la evolución descendente del IPC desde 1977 hasta finales de los ochenta, en que alcanza una cierta estabilización).

La inflación, sobre todo cuando es imprevisible o acelerante, tiene unos efectos muy cla-

GRAFICO 4
INDICE DE PRECIOS AL CONSUMO
1977-1990
(En porcentaje)



Fuente: INE.

ros sobre el sistema: las empresas endeudadas se benefician de la caída de los tipos de interés reales que deriva de un incremento inesperado de los precios. Por tanto, podría pensarse, como lo hicieron ingenuamente muchos economistas de los años sesenta, que las beneficia; pero,

claro está, no hay que olvidar la contrapartida de esta situación: quien prestó a estas empresas experimenta una pérdida, que le lleva a evitar en el futuro el prestar en similares condiciones. De esta manera, la inflación lleva a una desaparición de la oferta de fondos prestables y, en definitiva,

a la destrucción de un importante segmento del mercado financiero. Precisamente porque nuestra inflación ha sido siempre alta, y además se ha caracterizado por importantes fluctuaciones a lo largo del tiempo, es por lo que ni los ahorradores finales ni el propio sistema financiero han estado nunca dispuestos a prestar fondos a largo plazo a cambio de una remuneración fija.

Es por ello por lo que, a partir de los años setenta, no existía un verdadero crédito a largo plazo por parte de las empresas ni un mercado hipotecario medianamente desarrollado (quién iba a prestar a 30 años cuando no se tenía ni idea de cuál iba a ser la inflación en el año siguiente), y no se observaba ningún interés por parte de los ahorradores en colocar sus activos en instrumentos de renta fija. No deja de ser interesante señalar que en los años setenta, tras el recrudecimiento del problema inflacionario surgido a raíz del primer choque petrolífero, tuvo lugar en nuestro país un enorme apogeo de la venta de segundas viviendas; el ahorrador español actuó como es habitual en los momentos de inflación: perdió toda su confianza en los instrumentos financieros y prefirió mantener su riqueza en forma de activos reales, que conservan mucho mejor su valor en momentos en que suben los precios. No olvidemos que, durante esta etapa, las elevadas tasas de aumento de los precios llevaron a que el rendimiento real de los activos financieros fuese, con frecuencia, negativo.

Ciertamente, en esos momentos, empezaron a desarrollarse los primeros mecanismos de defensa contra la erosión del valor de los activos financieros provocada por la inflación. En particu-

lar, aparecieron en nuestro mercado las modalidades de crédito a tipo de interés variable, que permitieron a las instituciones crediticias continuar sus actividades en una situación de elevados riesgos de tipos de interés, e incluso les dieron entrada en mercados, como el hipotecario, en los que hubiera sido inimaginable intervenir en otras condiciones. Sin embargo, estas instituciones, útiles desde el punto de vista del sistema crediticio, tuvieron escasa repercusión sobre el ahorrador final, al que resultaban difícilmente adaptables, y que, a la postre, siguió manteniendo su tradicional reticencia a adquirir bonos y obligaciones emitidos por empresas, al menos en cuanto la duración de éstos excediese de un límite temporal muy corto.

PERSPECTIVAS DE DESARROLLO DEL MERCADO

Por tanto, una de las razones de optimismo, en cuanto al desarrollo del mercado de renta fija, se fundamenta en la expectativa de que se está produciendo un cambio importante en relación con el problema de la inflación. La segunda mitad de los ochenta ha sido muy buena en este sentido: la tasa de inflación española, que se situaba por encima del 9 por 100 a mitad de la década, se redujo hasta el 4,6 por 100 en 1987. Aunque nuestro país consiguió corregir algo el diferencial frente al resto de los países europeos, no debe pensarse que se trate en absoluto de un fenómeno español, ya que lo importante es que la reducción de la tasa de inflación tuvo lugar simultáneamente en todos los grandes países industrializados de Occidente.

Luego, tras el fortísimo crecimiento experimentado por nuestra economía entre 1985 y 1989, se produjeron síntomas de recalentamiento, que dieron lugar a una cierta reacceleración de las tensiones sobre los precios. De esta forma, en 1990 se llegó a alcanzar una tasa interanual del 6,5 por 100. Sin embargo, lo sintomático y positivo no es el que se haya producido este repunte de la inflación en nuestro país (o, a todos los efectos, en la economía mundial), sino que este repunte, lógico y casi inevitable en las circunstancias que se daban en ese momento, haya sido tan limitado.

Hoy por hoy, la inflación parece volver a evolucionar de manera favorable, con una tasa interanual que empieza a caer, y con expectativas de que continúe esta evolución descendente en los meses futuros.

Pero esta evolución reciente no es el factor principal de optimismo. Las expectativas para los próximos años se basan en el importante cambio institucional que ha tenido lugar como consecuencia de nuestra entrada en el Sistema Monetario Europeo. Nuestras autoridades señalaron, en el momento en que se produjo este hecho, que si adoptaban tal decisión era porque con ella daban mayor credibilidad y mayor firmeza a su política contra la inflación. Nuestro país prestó escasa atención a la profunda realidad de esta declaración; no lo prestó la prensa, que se limitó a poner de relieve los aspectos más frívolos de la entrada en los mecanismos monetarios comunitarios; tampoco los sindicatos, que siguieron adelante con un programa de reivindicaciones que no tenía en absoluto en cuenta la modificación del entorno institucional; tampoco prestaron su-

ficiente atención los mercados financieros, que siguieron manteniendo unas elevadas expectativas de inflación futura, como puede desprenderse claramente de la evolución de los tipos de interés a largo plazo.

Sin embargo, la historia reciente de otros países europeos, fundamentalmente Francia e Italia, muestra que la pertenencia al Sistema Monetario Europeo ha sido un poderosísimo factor de control de la inflación, que está llevando a que estos países queden alineados con el núcleo más estable del continente europeo; en concreto, con Alemania. De hecho, la inflación francesa es hoy prácticamente igual a la alemana, como era precisamente de esperar de la unidad de políticas monetarias que siguen ambos países. Este convencimiento empieza a generalizarse en nuestro país, y también en el extranjero, y esto es precisamente lo que está dando lugar a una reevaluación de las perspectivas de nuestro país a largo plazo; lo que se está traduciendo, entre otras cosas, en un descenso de los tipos de interés a largo plazo.

También ha dado lugar, recientemente, a un fuerte incremento de la demanda de bonos del Estado a largo plazo, lo cual constituye un excelente ejemplo del argumento que se ha venido desarrollando. Los productos de deuda del Estado a largo plazo, incluso con su elevado tipo de interés, eran escasamente atractivos para los inversores cuando las expectativas de inflación eran inciertas. Sin embargo, en cuanto ha empezado a generalizarse la idea de que la política antiinflacionaria, basada en la pertenencia al Sistema Monetario Europeo, puede tener éxito, estos instrumentos han venido a resultar extraordinariamente atractivos,

y se ha producido un fuerte incremento en su demanda. Empieza, por tanto, a vislumbrarse la posibilidad de que el sector público español acuda con normalidad a financiarse mediante instrumentos a largo plazo, en lugar de depender exclusivamente de la financiación mediante activos a corto.

Es evidente que lo que es aplicable al sector público también lo será al sector privado, y que pronto será factible para nuestras empresas iniciar emisiones de siete, e incluso diez, años de duración. Existirá una demanda para estos títulos; es decir, el ahorrador español, cuando se convenza de la seriedad de la política antiinflacionaria, habrá vencido su, hasta ahora insuperable, reticencia a colocar sus ahorros en estos plazos.

LOS TITULOS PUBLICOS

A lo largo de los apartados anteriores, se ha hecho frecuente referencia a los títulos públicos (letras y deuda del Estado), y éste es el momento de extenderse algo más sobre este punto, ya que estos títulos han sido, de alguna forma, los pioneros de la que puede ser la configuración futura del mercado español.

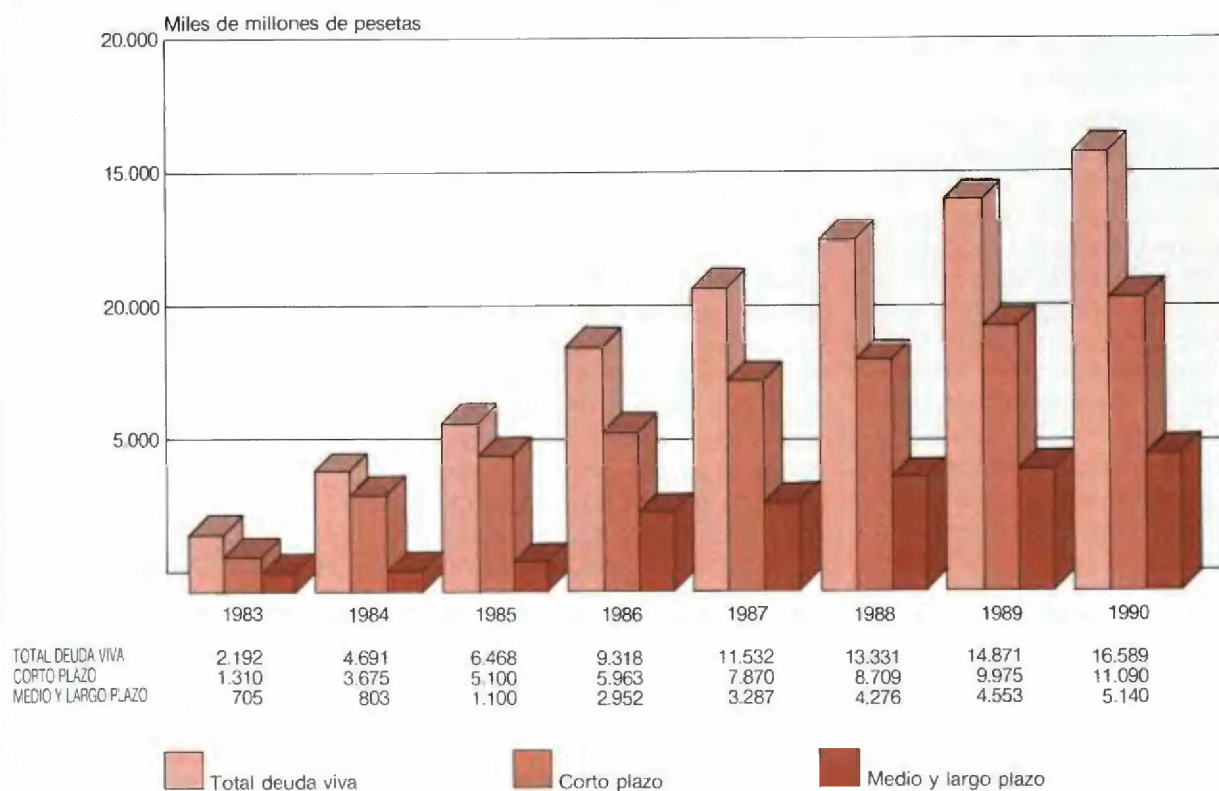
Es curioso señalar que, a principios de los años setenta, se consideraba que la ausencia de suficientes títulos de deuda pública constituía uno de los problemas del sistema monetario español, ya que dificultaba la utilización de ciertas operaciones típicas de la política monetaria, en particular de las operaciones llamadas de mercado abierto, mediante las cuales el banco emisor suministra o detrae liquidez del sistema a cambio de comprar o vender títulos de deuda. Ciertamente, lo

que pudo aparecer como un importante problema en ese momento ha sido superado, y con creces. Los importantes déficit mantenidos por el sector público español desde la mitad de esa década han motivado que se pasase de una situación de penuria de instrumentos públicos, al parecer tan nociva para la consecución de la política monetaria, a la superabundancia que hoy padecemos. Baste señalar que el total de deuda del sector público, a finales de 1990, en España, superaba los 16,5 billones de pesetas. (Mayor detalle de la evolución del saldo de deuda pública en los últimos años puede verse en el gráfico 5).

Enfrentado con enormes dificultades de financiación, el Tesoro español ha tenido que agudizar su ingenio para conseguir colocar sus títulos entre el público, y hay que señalar que, junto a los posibles efectos negativos que esto haya podido tener sobre la economía —en particular, el problema de la expulsión del sector privado—, tal labor no ha dejado de tener unos aspectos educativos que son importantes.

Una primera forma de encontrar colocación para los títulos públicos fue la de forzar a las instituciones financieras a su adquisición, lo que se llevó a cabo mediante los diversos sistemas de coeficientes que se fueron implantando a lo largo de los años setenta y ochenta. Pero esta política no podía basarse exclusivamente en el uso de la potestad reglamentaria, y fue necesario instrumentar mecanismos que, al menos, facilitasen el cumplimiento de las obligaciones así impuestas a las instituciones financieras. La organización de un sistema eficiente de transacciones, mediante la creación de

GRAFICO 5
DEUDA PUBLICA. SALDO VIVO



Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

la Central de Anotaciones en cuenta del Banco de España, constituye el ejemplo más notable en este terreno. Al mismo tiempo, la existencia de una cartera tan importante de títulos públicos en manos de las instituciones financieras dio lugar a que éstas adquiriesen considerable destreza en la realización de transacciones, y a que aprendiesen a cubrirse de algunos de sus riesgos más evidentes (en particular, los riesgos de tipos de interés); es decir, al nacimiento de un mercado eficiente y profesionalizado de deuda entre entidades financieras.

Pero las necesidades de financiación del Estado no podían

quedar satisfechas mediante la exclusiva apelación al sistema financiero; pronto se vio que era necesario que la deuda pública fuese colocada entre los ahorradores finales y que, para ello, era necesario establecer ciertos mecanismos adicionales. La colocación entre el público tenía que ser voluntaria, lo que requería la adecuada remuneración de los instrumentos y que sus características, en cuanto a longitud, fueran aceptables. Por ello, se acordó, en particular desde 1987 con las letras del Tesoro, a la emisión de instrumentos a corto plazo y con elevada rentabilidad, los únicos que el ahorrador estaba dispuesto a aceptar.

Esta política, que ha permitido que importantes segmentos del público se habituaran a colocar sus ahorros, e incluso sus disponibilidades temporales de liquidez, en forma de títulos del Tesoro, ha sentado, pues, las bases para este mercado, y, en definitiva, permite presagiar el nacimiento de un mercado de títulos a largo plazo, en la medida en que el ahorrador empieza a convencerse de que la adquisición de éstos puede ser una decisión adecuada en las actuales condiciones de la economía.

El sector público ha jugado un papel pionero, que constituye, por un lado, un elemento de de-

sarrollo del sistema y, por otro, un posible indicador de cuál pueda ser la actitud futura del mercado en relación con los emisores privados. Por lo tanto, la principal fuente de optimismo respecto a la evolución del mercado de renta fija en el futuro deriva de la convicción de que las condiciones institucionales de una economía de elevada inflación han sido modificadas de manera sustancial. Las consecuencias se extraen por sí solas, ya que no hay peor enemigo de un mercado financiero desarrollado que la inflación.

En este contexto, cobran importancia otra serie de desarrollos institucionales, tales como el previsible crecimiento de los fondos de pensiones, de las instituciones de inversión colectiva y, más en general, de los inversores institucionales. Por sí solos, y en ausencia del elemento fundamental de la política antiinflacionaria, estos cambios no serían suficientes para alterar de manera radical el funcionamiento de nuestro mercado; pero, una vez que han sido posibilitados por este elemento de fondo, los inversores institucionales van a contribuir a que el desarrollo del mercado sea mayor y, por supuesto, a hacerlo más profesional.

NUEVO SISTEMA DE CONTRATACION

Este es el marco en el que la Bolsa de Madrid lanza su nuevo sistema de contratación para la renta fija. Se trata de un sistema de contratación por ordenador en el cual se recoge la experiencia adquirida con la renta variable, pero ampliado y modernizado considerablemente. Un sistema electrónico en el que los miembros de las bolsas realizan sus

transacciones a través de la conexión directa de sus terminales al ordenador central, en el que se ejecutan todos los procesos. No obstante, el mercado bursátil constituirá un sistema abierto a todas las instituciones del sistema financiero, ya que podrá intervenir directamente en la liquidación de sus operaciones.

El ordenador sustituye al tradicional sistema de corros que venía funcionando en este mercado, con las ventajas de continuidad en la negociación y transparencia en la difusión de la información que son propias de los sistemas automatizados. En efecto, al igual que ocurre hoy para las acciones incluidas en el sistema CATS, el mercado tiene un carácter continuo, ya que la negociación no queda circunscrita al momento de celebración de los corros, sino que pueden introducirse órdenes de compra o venta, que son casadas automáticamente por el sistema, si existe contrapartida, en cualquier momento de la sesión de contratación. El sistema goza de una gran transparencia, ya que los operadores pueden obtener información en todo momento sobre las distintas ofertas y demandas existentes para cada una de las emisiones negociadas, así como de las transacciones que acaban de producirse en el mercado, simplemente abriendo diversas ventanas en una misma pantalla de ordenador.

El nuevo sistema de contratación de renta fija supera con ello en prestaciones al ya existente para la contratación de renta variable, dotando al mercado de una mayor transparencia, al contar con una serie de facilidades y funcionalidades muy avanzadas, propias de este sistema, y difundir en tiempo real, con gran rapidez y bajo coste, todo tipo de

información sobre emisiones y transacciones que están ocurriendo en el mercado.

El sistema de renta fija de la Bolsa de Madrid es un gran avance para este mercado, ya que permite aprovechar las ventajas de la contratación electrónica frente al sistema actual de contratación a viva voz. El nuevo sistema se caracteriza, fundamentalmente, por las importantes labores de gestión que realiza por cuenta de los intervinientes en el mercado. Los operadores de renta fija debidamente autorizados, una vez identificados por el sistema, tendrán acceso a información no sólo sobre la situación del mercado, sino también sobre las características de las emisiones que contratan, las últimas operaciones realizadas, detalle de ejecuciones parciales, precios, rentabilidades (TIR), órdenes pendientes de ejecución organizadas por fechas o por emisiones, etc. El sistema permite visualizar en pantalla, por ejemplo, las características fundamentales de una emisión: su fecha de emisión, de entrada en mercado secundario, su fecha de vencimiento, el nominal emitido, último cupón pagado, tipo de interés nominal, bonificaciones fiscales, etc. El operador de una determinada sociedad o agencia puede acceder en cualquier momento al estado provisional de su cuenta de liquidación, y llevar un control detallado de los saldos de terceros anotados en sus cuentas. Esta información le permite en todo momento, y con gran facilidad, conocer cuál es su situación en el mercado y su posición de riesgo. La posibilidad de utilización de órdenes especiales le permitirá actuar rápidamente en el caso de que se produzcan cambios en el mercado; puede, por ejemplo, anular mediante una sola instrucción todas las órdenes pen-

dientes de ejecución o todas las órdenes referidas a un determinado valor.

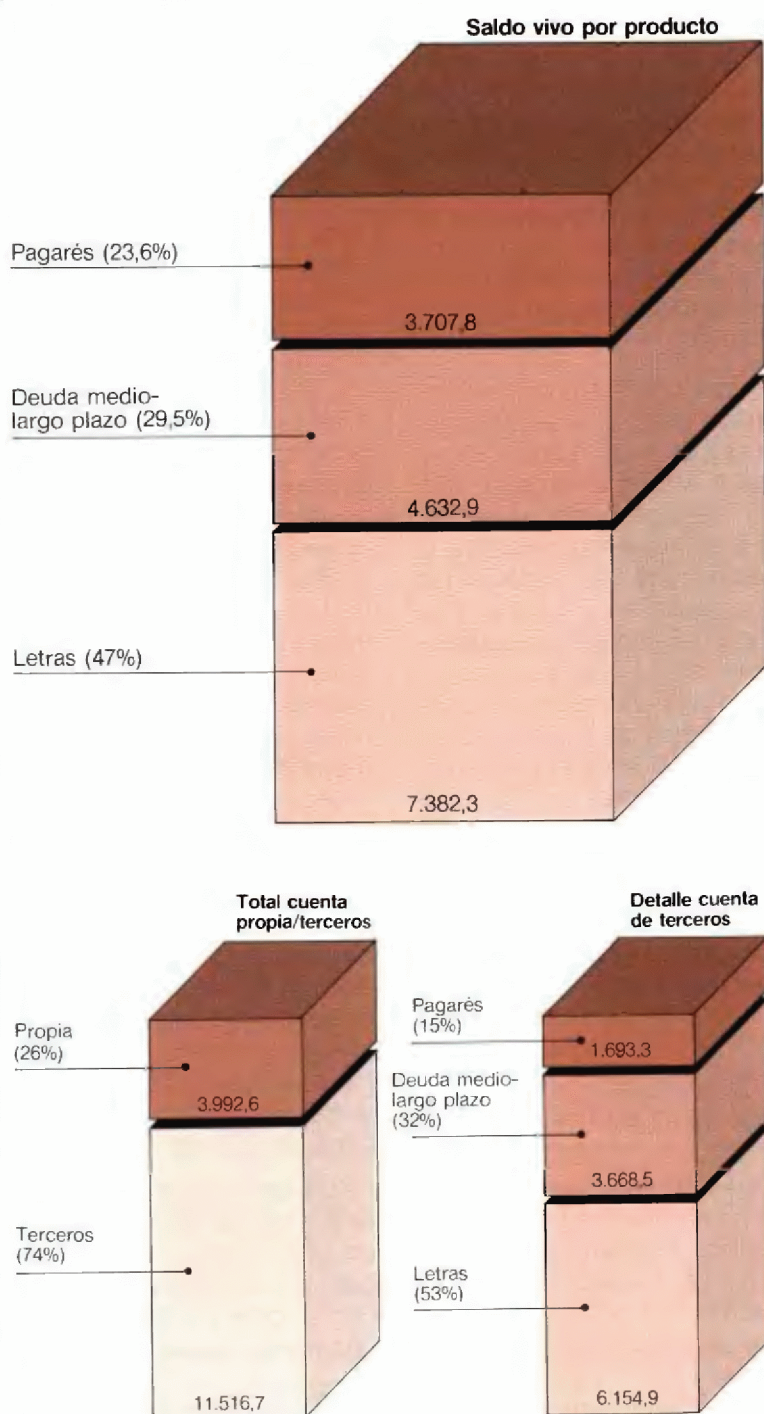
El sistema presenta otros elementos de flexibilidad importantes, tales como la posibilidad de acceso mediante estaciones de trabajo de una pluralidad de fabricantes. Permite, además, que en la conexión entre éstas y el ordenador central circule exclusivamente el flujo de datos (debidamente encriptados) que está siendo utilizado por cada elemento periférico, lo que evita la transmisión de datos que no están siendo analizados en un determinado momento, y repercute favorablemente sobre el coste, la seguridad y el tiempo de respuesta. Se trata, pues, de un producto de tecnología punta, enteramente desarrollado por la Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, y que, eventualmente, podría utilizarse también para la contratación de otros productos actualmente negociados en corros.

En definitiva, y prescindiendo de sus elementos más técnicos, lo que este sistema permite es llevar al mercado de renta fija la transparencia que, hoy por hoy, es propia del mercado de acciones y, además, ofrece a las sociedades y agencias de valores un mecanismo que reduce considerablemente los costes de gestión y de operación en el mercado. Desde el punto de vista del usuario final, todo ello debe traducirse en una importante reducción de costes, reducción que encaja perfectamente dentro del esquema de libre competencia que quedará establecido en el mercado a partir del 1 de enero de 1992.

Emissiones públicas

Al hablar de instrumentos de renta fija, conviene siempre dis-

GRAFICO 6
DEUDA PUBLICA ANOTADA
(Datos en miles de millones de pesetas)
(Diciembre 1990)



Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

tinguir entre los títulos públicos y los privados. El mercado de deuda pública ha experimentado un importantísimo desarrollo en los últimos años, con la introducción, por un lado, de las letras del Tesoro y, por otro, del sistema de anotación electrónica del Banco de España. Las letras del Tesoro son hoy un instrumento objeto de gran contratación, que aparece tanto en las carteras de los particulares como en las de las entidades financieras; éstas últimas, además, participan muy activamente en el mercado de operaciones de compraventa con pacto de recompra (*repos*), que permiten la cesión temporal del título. El sistema de anotaciones en cuenta del Banco de España facilita una transmisión rápida, segura y económica de la titularidad de los citados instrumentos, lo que constituye otro de los ejes en los que se ha basado el éxito de aquél.

Sin embargo, el sistema actual de contratación de títulos públicos dista mucho de ser perfecto, como ha sido puesto numerosas veces de relieve por los responsables del Tesoro y del Banco de España. En efecto, junto a la gran eficiencia de las operaciones en las que intervienen las grandes instituciones financieras, que contratan a través de sus tesorerías y liquidan en el Banco de España, se observa una notable falta de transparencia en las operaciones con el público en general, a pesar de que los ahorradores particulares, o al menos las instituciones no financieras, constituyen prestadores de fondos muy importantes que, con frecuencia, tienen un peso superior al de las propias entidades financieras. (Véase el gráfico 6, en el que se presenta la composición del saldo total de deuda por productos y el detalle de las cuentas

de terceros, que alcanzaban, en diciembre de 1990, las tres cuartas partes del total).

Quiere esto decir que se producen márgenes muy amplios entre los tipos a los que el Tesoro toma fondos y la remuneración que perciben los ahorradores finales, en especial los particulares. Las disparidades se hacen mucho más agudas cuando los instrumentos no son mantenidos en cartera hasta su vencimiento, ya que las divergencias de precios entre los diferentes intermediarios y la falta general de transparencia se presentan de una forma aún más aguda en el mercado secundario. Este problema quedará solventado con el funcionamiento del nuevo sistema de renta fija de la Bolsa de Madrid. Con él, la contratación de títulos públicos saldrá del mercado gris, escasamente transparente, donde hoy está relegada, para celebrarse con todas las garantías de publicidad y transparencia propias de nuestro mercado. La Bolsa constituirá, pues, el lugar idóneo para que los particulares y los gestores de fondos, que por su naturaleza están obligados a operar en mercados transparentes, compren y vendan.

El sistema bursátil de deuda anotada forma parte del sistema del Banco de España, y de la Central de Anotaciones; por tanto, las operaciones efectuadas en la Bolsa darán lugar a una anotación diaria en los registros de las entidades contratantes en el Banco de España. Para que esto sea posible, el Banco de España dará de alta a las sociedades y agencias como entidades gestoras con capacidad restringida, con lo que pasarán a tener saldo de valores por cuenta de terceros, que podrán intercambiar con otras sociedades o con el resto de las entidades finan-

cieras participantes en este mercado. En definitiva, el sistema bursátil constituye un complemento perfecto para la estructura del sistema actual, gestionado por el Banco de España, ofreciendo la organización de un mercado secundario centralizado, líquido y transparente, accesible al pequeño y mediano inversor, y que difundirá unos precios de referencia que permitirán mejorar tanto el coste del Tesoro como la rentabilidad de los inversores finales.

Emisiones privadas

En relación con las emisiones privadas, lo que el nuevo sistema de Bolsa ofrece es la generalización de las ventajas de la transacción electrónica, actualmente restringida a los títulos públicos que se negocian en el Banco de España. Es una opinión unánimemente compartida que el sistema de anotaciones en cuenta, por sus menores costes de transacción, ofrece una enorme ventaja para los títulos registrados en él; por tanto, el nuevo sistema de la Bolsa de Madrid permitirá que estas ventajas se extiendan a la generalidad de las emisiones privadas que se contratan en nuestro país, lo que, sin duda, va a constituir un elemento de estímulo para la demanda de éstas, y eventualmente también para su oferta.

La Bolsa de Madrid ha realizado un importante esfuerzo por desarrollar este sistema de contratación, que permite utilizar al máximo la tecnología del momento y que dotará de gran agilidad, liquidez y transparencia al mercado de renta fija.

NOTA

(*) Este artículo se redactó en mayo de 1991.