

**“Los Mercados Financieros como vehículos de
la Inversión Corporativa”**

ÍNDICE

1. Los mercados financieros:

El concepto de mercado financiero
Funciones de los mercados financieros
Características de los mercados financieros

2. Clasificación de los mercados financieros:

- 2.1 Clasificación general
- 2.2 Por su forma de funcionamiento
- 2.3 Por las características de sus activos
- 2.4 Por el grado de intervención de las autoridades
- 2.5 Por la fase en la negociación de los activos
- 2.6 Por el grado de formalización
- 2.7 Por el grado de concentración

3. Los mercados de valores: La Bolsa

- 3.1 Definición
- 3.2 Funciones económicas de las Bolsas de Valores
- 3.3 Bolsas Internacionales y PIB

4. El mercado de Deuda Pública Anotada

Definición
Sistema de Anotaciones en Cuenta en España
Factores de desarrollo del mercado de DPA en España
Los elementos del mercado de DPA
El Banco de España
El Tesoro

5. Conclusión capítulo

6. Bibliografía

7. Consultas y enlaces

1. LOS MERCADOS FINANCIEROS

El Concepto de Mercado Financiero

Como ya se ha indicado en el capítulo anterior, todo proceso de inversión se debe materializar en aquellos **activos financieros** que faciliten los correspondientes **mercados financieros**.

Por consiguiente, será de interés profundizar ahora como se comportan dichos mercados financieros y que tipos de activos son los que vienen ofreciendo, especialmente, a los inversores institucionales.

Para centrar el análisis, partiremos del concepto de mercado financiero definitivo como:

“el mecanismo, lugar y sistema a través del cual se produce un intercambio de activos financieros y se determinan precios”. Es decir, el sistema no exige la existencia de un espacio físico concreto en el que se realicen dichos intercambios de activos.

Y teniendo en cuenta que sus funciones más relevantes son las siguientes.

Funciones de los mercados financieros:

Son las siguientes:

- Poner en contacto a los agentes que intervienen (individuos o empresas, agentes especializados o intermediarios financieros).
- Ser un mecanismo apropiado para la fijación del precio de los activos. Esto se produce sobre todo en los mercados de negociación. Para la fijación del precio en los mercados de emisión, se toma como referencia la situación del mercado, respecto a los tipos de interés que se forman en el mismo.
- Proporcionar liquidez a los activos, ya que en la medida en que se amplíe y desarrolle el mercado de un activo, se logrará una mayor facilidad para convertirlo en dinero.
- Reducir los costes de intermediación y los plazos. Conviene que los costes de operación (comisiones y corretajes) sean bajos y que los mercados sean **ágiles**, es decir, que sea lo más corto posible el período de tiempo que media desde el momento que la operación se acuerda hasta que queda liquidada totalmente.

Original del Profesor Jorge Moran Santor.

Prohibida su reproducción total o parcial sin autorización expresa del autor. 29 de mayo de 2007.

Tema 1: Los Mercados Financieros

Cuanto mayor sea el número de participantes en el mercado, menos posibilidades hay de que se puedan manipular los precios.

Características de los mercados financieros:

Un mercado financiero será tanto más eficiente cuanto mejor cumpla sus funciones. Esa eficiencia se encuentra en relación directa, en las economías no intervenidas, con el “mercado **de competencia perfecta**” - mercado libre, transparente (“perfecto”) -, donde compradores y vendedores conocen las condiciones del mercado y donde todos los agentes pueden participar libremente. En los mercados de competencia perfecta, los precios se fijan en función de la oferta y la demanda.

Las características de un mercado de competencia perfecta son las siguientes:

- Gran cantidad de agentes que intervienen tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda. De forma que nadie puede influir en la formación del precio del activo financiero.
- Que no existan costes de transacción, ni impuestos, ni variación del tipo de interés, ni inflación.
- Que no existan restricciones ni a la entrada ni a la salida del mercado financiero.
- Que exista perfecta información, que todos sepan lo mismo.
- Los activos sean divisibles e indistinguibles.

Las características genéricas de los mercados financieros, en su máxima potencia, reflejarían lo que hemos definido como “mercado de competencia perfecta”. Estas características son:

- Amplitud:** número de títulos financieros que se negocian en un mercado financiero. Cuantos más títulos se negocien en el mercado financiero, más amplio será el mismo.
- Transparencia:** Hace referencia a la posibilidad de obtener información fácilmente. Un mercado financiero será más transparente cuando más fácil y barata resulte la obtención de información por parte de los agentes económicos que participan en él.
- Libertad:** Esta característica viene determinada por la existencia de barreras de entrada o salida del mercado financiero, por la no existencia de limitaciones para intercambiar activos en la cuantía deseada y por la no injerencia de las autoridades u

Original del Profesor Jorge Moran Santor.

Prohibida su reproducción total o parcial sin autorización expresa del autor. 29 de mayo de 2007.

Tema 1: Los Mercados Financieros

otros agentes mono u oligopolistas, en la libre formación del precio de intercambio de dichos activos.

- Profundidad:** En función de la existencia de curvas de oferta y demanda por encima y por debajo del precio de equilibrio que exista en un momento determinado, un mercado será más profundo a otro.
- Flexibilidad:** capacidad que tienen los precios de los activos financieros que se negocian en un mercado, a cambiar ante un cambio que se produzca en la economía.

Un mercado cuanto más se acerque a esas características, más se acerca al ideal de mercado financiero perfecto. **No existe ningún mercado financiero que sea perfecto.** Nunca vamos a estar seguros de que el precio de mercado refleja su valor justo. El concepto de mercado financiero perfecto aparece como unidad de medida, para comparar los distintos mercados financieros.

2. CLASIFICACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

CLASIFICACIÓN GENERAL

Los mercados financieros pueden ser clasificados por diferentes características:

- Por su forma de funcionamiento
- Por las características de sus activos
- Por el grado de intervención de las autoridades
- Por la fase en la negociación de los activos
- Por el grado de formalización
- Por el grado de concentración

POR SU FORMA DE FUNCIONAMIENTO

2.2.1 Mercados Directos:

Un mercado es directo cuando los intercambios de activos financieros se realizan directamente entre los demandantes últimos de financiación y los oferentes últimos de los fondos.

En el mercado directo los agentes, compradores y vendedores, disponen de una información limitada ya que no cuentan en la mayoría de las ocasiones, con la ayuda de agentes especializados con mejor conocimiento de la situación del mercado. El mercado directo es,

Original del Profesor Jorge Moran Santor.

Prohibida su reproducción total o parcial sin autorización expresa del autor. 29 de mayo de 2007.

Tema 1: Los Mercados Financieros

por tanto, de búsqueda directa para agentes, compradores y vendedores. La búsqueda directa se da en todas las operaciones de banca al por menor.

Ejemplo de este tipo de mercados: las compras y ventas de acciones u otros títulos no cotizados en Bolsa.

En ocasiones, en los mercados directos, al existir un alto volumen de operaciones, aparecen agentes especializados denominados **brokers** que ponen en contacto a oferentes y demandantes de activos mediante el cobro de una comisión. La existencia de estos agentes se da por el gran volumen de operaciones de algunos mercados que hace que se produzcan economías de escala. Los brokers tienen la ventaja de que, al ser especialistas en operaciones financieras, disponen de mayor y más rápida información sobre los precios a que se están intercambiando los activos y sobre el volumen de órdenes de compra y venta. Esto permite a los brokers ofrecer a sus clientes, a cambio de una comisión, la posibilidad de realizar operaciones a un coste menor al que tendrían que soportar por el procedimiento de la búsqueda directa. Mercados donde pueden darse estos agentes son los mercados de **divisas y los interbancarios**.

2.2.2 Mercados intermedios:

Son aquellos donde al menos uno de los participantes en cada operación de compra o venta de activos es un intermediario financiero. Estos pueden ser:

El mediador (*dealer*) compra el activo y lo vende a otro agente, es decir, toma posiciones por cuenta propia. Su beneficio radica en el margen que obtiene entre el precio de compra y el precio de venta. Su presencia en los mercados proporciona liquidez y profundidad.

Market Makers: Cuando los mediadores se comprometen a cotizar de forma permanente precios de compra y de venta para un determinado activo se les denomina creadores de mercado (*market makers*). La tendencia actual de los mercados financieros es la de convertirse en mercados mediadores, ya que no eliminan la presencia de comisionistas y su existencia es beneficiosa para el sistema, mejorando el nivel de eficiencia de los mercados. Esto se puede comprobar en la reforma de la Bolsa española, por ejemplo, en la que al margen de otras cuestiones se introdujo la figura de los mediadores para aumentar su liquidez.

Original del Profesor Jorge Moran Santor.

Prohibida su reproducción total o parcial sin autorización expresa del autor. 29 de mayo de 2007.

Tema 1: Los Mercados Financieros

2.2.3 Mercados de Subastas:

Se trata de una especie de mercados directos pero con costes de búsqueda prácticamente nulos debido al gran volumen de información a disposición de todos los agentes que intervienen en ellos.

Normalmente este tipo de mercados se encuentran centralizados y cuentan con mecanismos de amplia difusión de órdenes. Por sus características son los mercados que más se acercan al ideal de mercado perfecto.

En relación a los mercados de capitales, el mercado financiero de subasta más característico y tradicional es la **Bolsa de Valores**. Otros mercados de subasta típicos son el **Mercado Oficial de Divisas** y, en España, el Primario de **Letras del Tesoro**, como mercados monetarios.

POR LAS CARACTERÍSTICAS DE SUS ACTIVOS

2.3.1. Mercados Monetarios:

Se negocian activos financieros a corto plazo y a los que está asociado un reducido riesgo y alta liquidez.

Lo que no se encuentra tan claro es lo referente a los activos que se negocian en estos mercados es la línea divisoria entre el corto y el largo plazo, puesto que en ellos también se contratan incluso títulos a tres y cinco años (medio plazo), por lo que serán en última instancia las características de elevada liquidez y bajo riesgo las que determinen este tipo de mercado. El reducido riesgo de los activos se obtiene por el grado de solvencia de las entidades emisoras, que pueden ser el Estado, organismos públicos, entidades financieras o grandes empresas.

Los **títulos** que se negocian en los mercados monetarios pueden ser emitidos por el **Estado u otros entes públicos**, por los **intermediarios financieros o por las grandes empresas**, siendo la solvencia del emisor la que confiere a los adquirentes un bajo nivel de riesgo por la tenencia de estos activos. A su vez, es la existencia de mercados secundarios la que sirve

Tema 1: Los Mercados Financieros

para dotarlos de una gran liquidez, lo que hace que se les considere como buenos sustitutivos del dinero (cuasi-dinero).

Un ejemplo de mercado monetario es el **Mercado Interbancario**, en el que las instituciones de crédito, directamente o a través de intermediarios financieros, se ceden depósitos u otros activos financieros a un día (**overnight deposit**) o a plazos superiores. El activo típico de estos mercados es la **Letra del Tesoro**.

Por lo que respecta a los mercados monetarios debemos realizar algunas matizaciones. En primer lugar, por mercado monetario entendemos el conjunto de mercados al por mayor, independientes pero relacionados en los que se intercambian activos financieros que tienen las características, en general, de tener un plazo de amortización corto, bajo riesgo y elevada liquidez.

Dentro de los mercados monetarios encontramos varias clases de mercados:

- **Mercado Interbancario**
- **Mercado Monetario de Fondos Públicos**
- **Mercados de Pagarés de Empresa**

2.3.2. Mercados de Capitales:

Los mercados de capitales, son los mercados que tienen como objetivo la financiación en el largo plazo (el vencimiento de los activos es superior a dieciocho meses).

El desarrollo del mercado de capitales es fundamental para la realización de los procesos de inversión, ya que éstos requieren la existencia de recursos financieros a largo plazo.

Generalmente, se suele dividir en dos mercados:

- **El mercado de valores** (dividido, a su vez, en mercado de **renta fija** y mercado de **renta variable**). Se desarrolla fundamentalmente en las **Bolsas** y proporcionan capital a riesgo y capital en diferentes formas de deuda, a los emisores de valores con apelación al ahorro público.
- **El mercado de crédito a largo plazo.**

Original del Profesor Jorge Moran Santor.

Prohibida su reproducción total o parcial sin autorización expresa del autor. 29 de mayo de 2007.

Los mercados de capitales constituyen la vía principal a través de la cual se canalizan los recursos financieros desde los ahorradores hacia los inversores.

POR EL GRADO DE INTERVENCIÓN DE LAS AUTORIDADES

2.4.1. Mercados Libres:

En este tipo de mercados el volumen de activos intercambiados y su precio se fija solamente como consecuencia del libre juego de la oferta y la demanda.

2.4.2. Mercados regulados:

En los mercados regulados se altera administrativamente el precio o la cantidad de los títulos negociados y, por tanto, la financiación concedida a través de los mismos. A la financiación obtenida en estos mercados se la denomina “**financiación privilegiada**”.

POR LA FASE EN LA NEGOCIACIÓN DE LOS ACTIVOS

2.5.1. Mercados Primarios:

Se trata del mercado en el que tiene lugar la colocación de los activos primarios del emisor al inversor a cambio de los fondos con que financiarse. por tanto, un activo financiero es objeto de una única negociación en un mercado primario. Una vez emitidos, estos activos pueden ser objeto de compraventa en el mercado secundario, si cumplen la característica de ser negociables legalmente.

2.5.2. Mercados secundarios:

En este mercado, los adquirentes de los títulos los compran a sus propietarios y no al emisor como ocurría en el mercado primario. En este mercado no existe ninguna nueva financiación, no hay transferencia de recursos hacia la inversión productiva.

2.5.3. Mercado gris:

Es el mercado en el que el activo se compra y se vende (se cotiza) antes de iniciarse el período de oferta pública. Este mercado es un ejemplo típico de los mercados internacionales, como el «**Euromercado**». Éste es un mercado internacional de dinero y

Original del Profesor Jorge Moran Santor.

Prohibida su reproducción total o parcial sin autorización expresa del autor. 29 de mayo de 2007.

Tema 1: Los Mercados Financieros

capitales privados depositados en bancos en las principales plazas financieras del mundo, en el se engloban los mercados de «eurocréditos», «eurobonos y euroobligaciones» y «eurodivisas».

POR EL GRADO DE FORMALIZACIÓN

2.6.1. Mercados Organización:

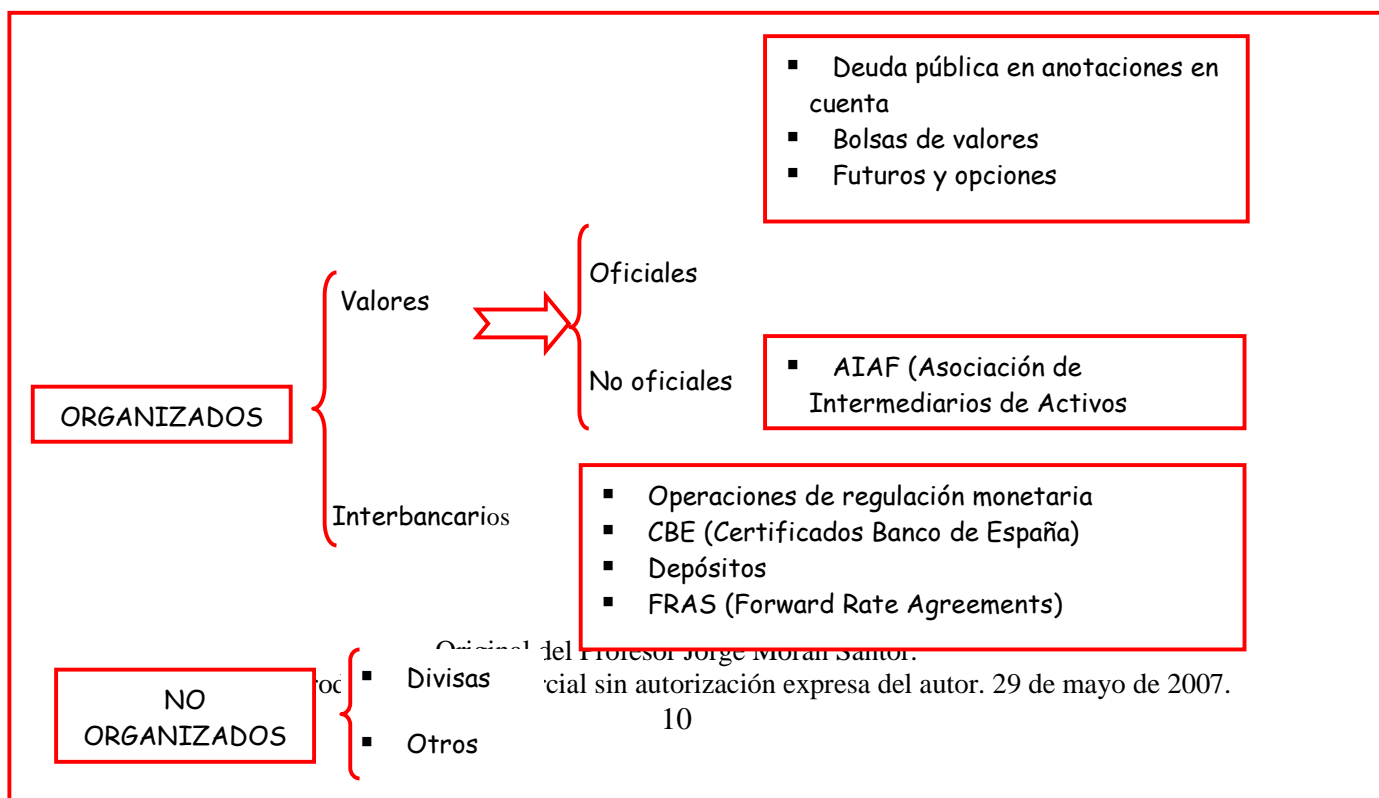
Son aquellos mercados en los que se negocia gran diversidad de activos de forma simultánea, normalmente en un único lugar y sujeto a diferentes normas y reglas a las que necesariamente han de atenerse. **El mercado organizado por excelencia es la Bolsa de Valores.** Otros mercados organizados podrían ser el de divisas y el interbancario.

2.6.2. Mercados no organizados (Over the counter OTC):

Se trata de aquellos mercados en los que no existen reglas y normas de intercambio y las características de las compraventas de los activos son fijadas libremente por las partes.

Es un mercado totalmente flexible que acoge a cualquier tipo de producto derivado a medida del inversor y creado por cualquier entidad financiera. La gama de productos que se negocian en este mercado es muy amplia, swaps, fras, caps, floors, etc.

LOS MERCADOS FINANCIEROS



POR EL GRADO DE CONCENTRACIÓN

2.7.1. Mercados Centralizados:

En este tipo de mercados se suele negociar un gran volumen de títulos, encontrándose comúnmente en los grandes centros financieros.

Las razones que contribuyen a la formación de mercados centralizados son las siguientes:

- La existencia de contratos-tipo para la negociación de la mayoría de los títulos, que no precisan, por tanto, el control personal de vendedores y compradores.
- La no necesidad de que se realice la transmisión material del título, que se deposita cerca del lugar del comercio.
- La reducción de costes que se consigue en estos mercados en la recogida y transmisión de información.
- La proximidad de estos mercados a las principales instituciones financieras que pueden suministrar, en caso necesario, una financiación inmediata suficientemente amplia y muy especializada, lo que facilita las transacciones.

▪ Mercados descentralizados:

Los mercados descentralizados, aparecen allí donde existe una institución financiera, cualquiera que sea su naturaleza, dimensión y volumen de operaciones. Estos mercados se suelen encontrar en todas las ciudades de cierta importancia.

Grado de Transformación de los activos	Moneda
Mercado sin transformación	Mercado de moneda nacional
Mercado con transformación	Mercado de divisas

Estructura	Fase de negociación
Mercado de búsqueda directa	Mercado primario Mercado secundario
Mercado de comisionistas	
Mercado de mediadores	
Mercado de subasta	

Original del Profesor Jorge Moran Santor.

Prohibida su reproducción total o parcial sin autorización expresa del autor. 29 de mayo de 2007.

Tipología	Plazo
Mercado monetario Mercado de capitales Mercado de valores Mercado de créditos	Mercado de contado Mercado a plazo

Grado de formalización	Organización
Mercado organizado Mercado no organizado	En España MEF Over the Counter (OTC)

3. LOS MERCADOS DE VALORES: LA BOLSA

DEFINICIÓN

La Bolsa es un sistema que permite conducir fondos para financiar a las empresas. Atrae capitales y permite realizar inversiones, en ocasiones grandes, que de otra forma no se podrían afrontar.

Sus funciones se dividen en:

Mercado primario: Es el mercado de financiación donde van las acciones emitidas por 1ª vez, cuando una empresa se constituye o amplía capital.

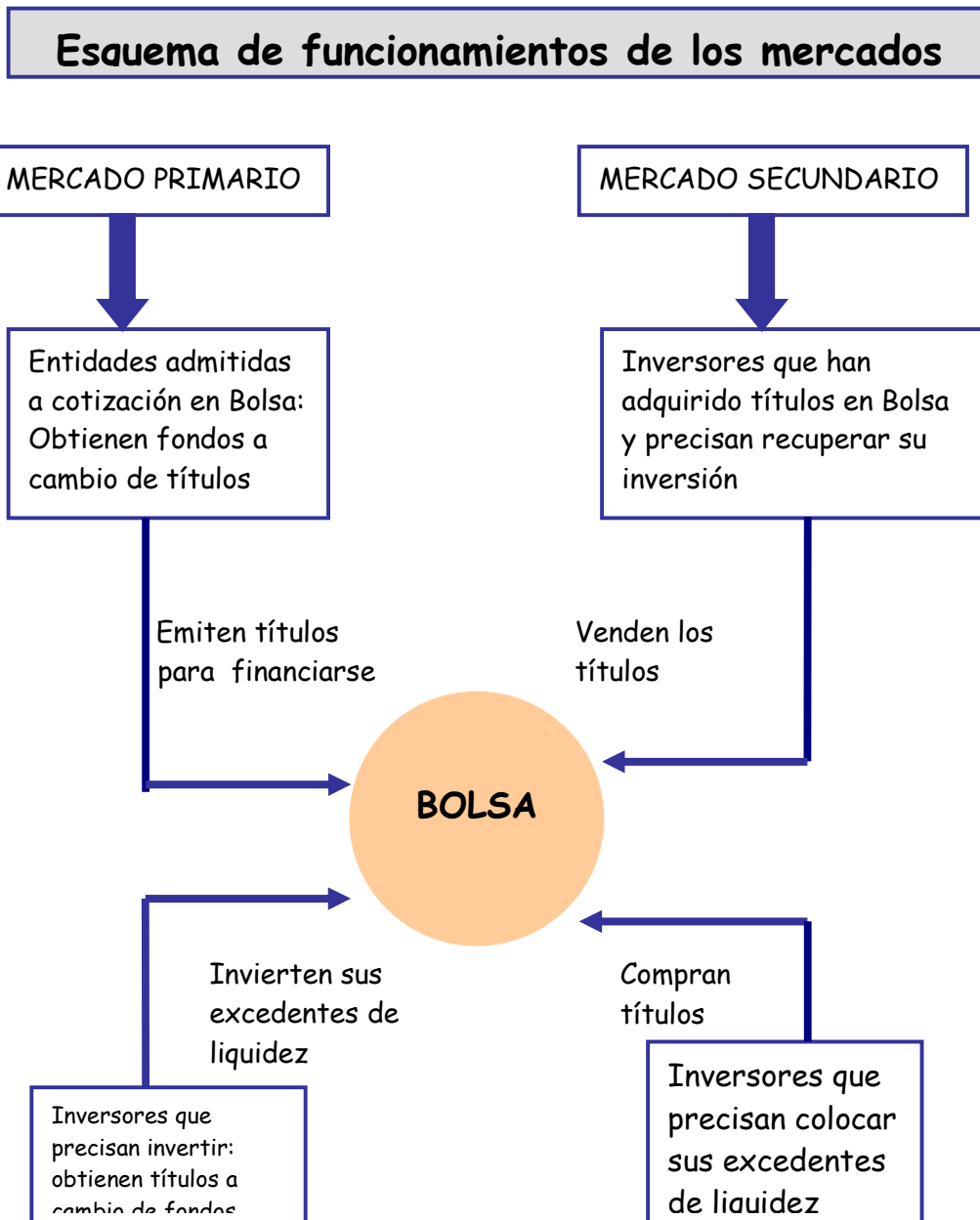
Mercado secundario: Es el mercado de negociación. Las acciones que fueron emitidas por 1ª vez, aquí cambian de manos muchas veces.

La importancia de la Bolsa es que valora dando **precios a las acciones**. Así se podrá saber cuanto vale una empresa. En el valor de las acciones no solo se refleja la contabilidad, también se aprecia la imagen de marca, los proyectos de expansión de la empresa.

También es importante porque este mecanismo de fijación de precios es a su vez un mecanismo de **asignación de recursos**, es decir, sirve para planificar la economía. Cuadra las necesidades (demanda) con la producción (oferta) y así hace funcionar al sistema económico.

Original del Profesor Jorge Moran Santor.

Prohibida su reproducción total o parcial sin autorización expresa del autor. 29 de mayo de 2007.



FUNCIONES ECONÓMICAS DE LAS BOLSAS DE VALORES

- **Función de Liquidez:** facilidad de transformar un activo financiero en dinero. Dotar de liquidez a los activos que en el mercado se negocian.
- **Función de Inversión:** las empresas se aprovechan de ese mercado de valores tan organizado, haciéndolo primario pero sin olvidar que la Bolsa de Valores es un mercado secundario. El mercado secundario favorece que el ahorro se destine hacia inversiones de carácter productivo.
- **Función de Participación:** las participaciones otorgan a su titular el derecho de voto en las negociaciones.
- **Función de Valoración:** el valor de una empresa sería la suma total de la cotización en un momento determinado de sus acciones.
- **Función de Circulación:** el mercado de valores facilita la circulación y movilidad de la riqueza mobiliaria.
- **Función de Información:** canaliza y asegura el flujo de comunicación entre la empresa y sus accionista. La bolsa exige a las empresas que cotizan en ella una desclasificación importante de información.
- **Función de Protección frente al Ahorro:** si invertimos en acciones los flujos que nos van a pagar en el futuro son inciertos. Pero si los precios suben, los beneficios (dividendos) que paga la empresa no pierden valor.

BOLSAS INTERNACIONALES Y PIB

Parece aconsejable que antes de describir la organización y funcionamiento operativo de las principales Bolsas tengamos previamente una visión global del peso que la Bolsa representa en la economía tanto al nivel global como al nivel zonal. En este sentido presentamos una tabla que recoge por zonas económicas el PIB y el nivel de capitalización bursátil.

PIB y Capitalización Bursátil

Original del Profesor Jorge Moran Santor.

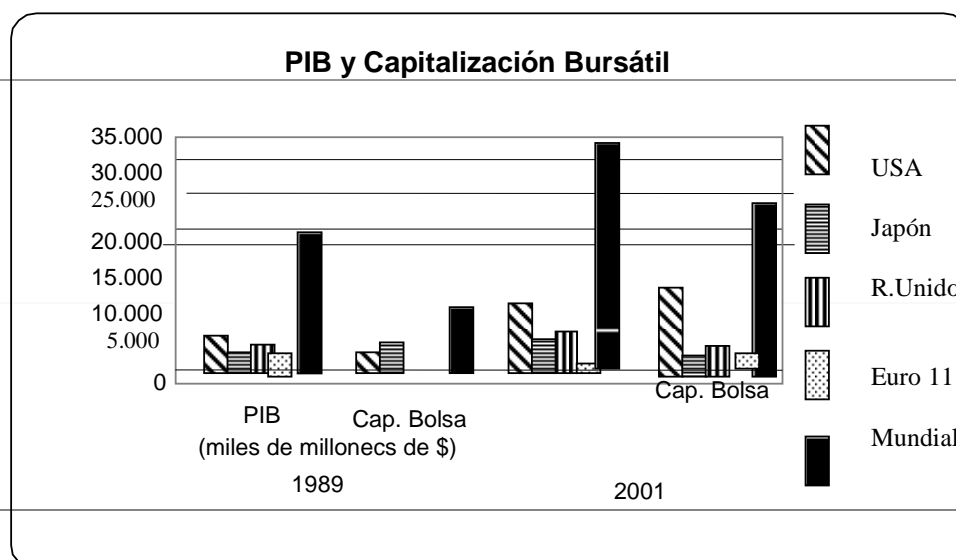
Prohibida su reproducción total o parcial sin autorización expresa del autor. 29 de mayo de 2007.

Tema 1: Los Mercados Financieros

	1989 (miles de millones de \$)		2001 (miles de millones de \$)		Ratios % 1989 2001	
	PIB	Cap. Bolsa	PIB	Cap. Bolsa	CB/PIB	CB/PIB
USA	5.440	2.830	9.965	12.622	52,00	126,70
Japón	2.818	4.153	4.779	3.051	147,40	63,80
R. Unido	4.120	1.037	5.897	4.233	25,20	154,40
Euro 11	827	709	1.411	2.178	85,80	71,80
Mundial	20.100	9.414	32.110	24.501	46,80	76,30

Tabla 1 Fuente: Salomon Smith Barney 2001

La relación capitalización bursátil/PIB en los distintos países nos da idea de la importancia relativa del mercado de valores en los mismos. Los ratios más elevados corresponden al mundo anglosajón y de forma más concreta a Reino Unido que presenta mayor tradición bursátil que el resto del mundo. Gráficamente:



Fuente: Salomon Smith Barney 2001.

Original del Profesor Jorge Moran Santor.

Prohibida su reproducción total o parcial sin autorización expresa del autor. 29 de mayo de 2007.

4. EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA ANOTADA

Definición

Podemos definir como Deuda Pública Anotada:

Según la Ley General Presupuestaria:

- **Los títulos emitidos por el Estado y sus Organismos Autónomos.**

Según el Tratado de Maastrich:

- **Los títulos emitidos por las Administraciones Públicas:**
 1. El Estado.
 2. Los Organismos de la Administración Central.
 3. La Seguridad Social.
 4. Las Comunidades Autónomas.
 5. Las Administraciones Locales.

Sistema de Anotaciones en Cuenta: en España

El aumento de las necesidades de financiación del Estado condujo a la creación en 1987, de un mercado de deuda pública cuyo organismo rector es el **Banco de España** y cuya característica más innovadora fue la desmaterialización de los títulos valores tradicionales, sustituyendo el soporte físico por anotaciones contables.

El Sistema de Anotaciones en Cuenta para la Deuda del Estado **SAC** fue regulado por el Real Decreto 505/1987 del 3 de abril. La Ley 24/1988 del Mercado de Valores asignó a la Central de Anotaciones (**CADE**), gestionada por el Banco de España, la llevanza del Registro Central de los valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública y la gestión de la compensación y liquidación de las operaciones que en él se realizarán.

De acuerdo al proceso establecido por la Ley 44/2002 de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, el 1 de abril de 2003 **Iberclear** queda constituido como el depositario central de valores de España, quedando a partir de este momento como responsable de los procesos de registro, compensación y liquidación de los siguientes mercados de ámbito nacional: “Mercado bursátil”, AIAF Mercado de Renta Fija, Mercado de Deuda Pública Anotada y Latibex Mercado de valores latinoamericanos.

Original del Profesor Jorge Moran Santor.

Prohibida su reproducción total o parcial sin autorización expresa del autor. 29 de mayo de 2007.

Tema 1: Los Mercados Financieros

Iberclear es el resultado de la fusión del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y de CADE, Central de Anotaciones del Mercado de Deuda Pública, gestionada por el Banco de España hasta el mencionado 1 de abril.

En su origen presentaba tres objetivos básicos:

- Articular un sistema para el desarrollo eficaz de los **mercados secundarios de Deuda del Estado**, facilitando además la colocación entre terceros, que se tradujera en una mayor facilidad y ahorro de costes en la financiación del Sector Público.
- Desarrollar **nuevos instrumentos a corto plazo (Letras del Tesoro)** con el propósito de facilitar la instrumentación de la política monetaria mediante un mayor control de la liquidez del sistema.
- Constituir una **estructura de instituciones financieras y agentes especializados** capaces de asegurar la competencia y eficacia en la negociación de los activos anotados.

En la variada documentación sobre las consecuencias de tipo económico e institucional que presenta el **SAC**, la mayoría de los autores coinciden al señalar las innovaciones que este aportaba, siendo las más significativas las siguientes:

- a) El **SAC** permite la negociación de la Deuda **Pública sin intervención de fedatario público**. Se ha sustituido el concepto tradicional de título valor por el de **anotación en cuenta**. La Orden de 27 de enero de 1999, que dispuso la emisión de Deuda del Estado durante 1999 y enero del 2000, en su punto tercero especificaba la exclusividad de la representación de la Deuda en anotaciones.
- b) Posibilidad de nueva operativa: entre otras, las principales novedades fueron:
 - Se autorizó la **operativa al contado y a plazo** en base a la contratación a término y/o con pacto de recompra.
 - Nace la llamada **operación “simultanea”**. Asimismo se permitió la cesión a terceros.
 - Se establecieron las **“segundas vueltas”** y el sistema de Rondas en el mercado de Creadores.
 - **Se revitalizó la negociación en el primer escalón**. El desarrollo de la circular 12/1988 del Banco de España permitió las operaciones a plazo de Deuda Anotada en este segmento del mercado.
 - Los nuevos mercados de futuros y opciones financieras sobre el **“Bono Nocial”** adaptaron su funcionamiento a las condiciones establecidas en la Resolución 21/03/89, sobre Operaciones a plazo, futuros y opciones.
- c) **Agilización y reducción de costes operativos**. Se evitaba la intervención de los agentes, se reducían los plazos de liquidación; La comunicación de las operaciones

Original del Profesor Jorge Moran Santor.

Prohibida su reproducción total o parcial sin autorización expresa del autor. 29 de mayo de 2007.

Tema 1: Los Mercados Financieros

contratadas se realizaba a través del Servicio de Liquidación del Banco de España (SLBE). Se creaba la Cuenta directa en el Banco de España para evitar discrepancias exageradas entre la rentabilidad satisfecha por el Tesoro en la emisión y la percibida por los inversores finales.

- d) **Reducción de los riesgos de contrapartida.** Son exigidos nuevos requisitos a los miembros del mercado para acceder al sistema de negociación; el Banco de España realiza labores de supervisión y control.
- e) **Aparición de nuevos instrumentos.** Coincidiendo con la publicación del Real Decreto 505/87 se introduce la Letra del Tesoro y se establece un calendario estandarizado de emisiones mediante el sistema de subastas.
- f) **Mayor flexibilidad y liquidez.** Se elaboran normas de conducta de obligado cumplimiento para los distintos participantes del mercado; se exigen unos mínimos en la negociación para garantizar una red estable de colocación de la Deuda. La Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de junio de 1991 institucionaliza la figura **del Creador de Mercado**.

Durante estos años el **SAC**, alcanzados plenamente los objetivos básicos, ha sufrido diversas modificaciones. Unas derivadas por cambios en las instituciones miembros del mercado, otras por el propio desarrollo de los mercados secundarios, a la búsqueda de la financiación sin privilegios y la formalización eficiente de los precios.

Gracias a su rápido y eficiente desarrollo, el Mercado de Deuda Pública Anotada se ha convertido en referencia básica para el resto de mercados monetarios y de capitales españoles, ocupando un lugar preferente entre los mercados financieros de su entorno internacional.

Factores de desarrollo del mercado de DPA en España

Entre los distintos factores que han contribuido, durante algo más de una década, al desarrollo del Mercado de la Deuda podemos citar, entre otros, los siguientes:

- El proceso de “desintermediación”.
- El aumento de la inversión a través de fórmulas de inversión colectiva.
- La comercialización a los “no residentes”.
- La aparición de nueva tecnología informática y el avance de las telecomunicaciones.
- El desarrollo de los mercados de futuros y opciones.
- El proceso de “especialización” de las entidades.
- La mejora en la gestión de los “riesgos de mercado”.
- La formación continuada de los operadores del mercado.

Además, el proceso de internacionalización de los mercados financieros de Deuda Pública, especialmente en aquellos mercados nacionales incorporados a la UME, han incrementado de forma notable la competencia entre ellos; en estos mercados los diferenciales de

Original del Profesor Jorge Moran Santor.

Prohibida su reproducción total o parcial sin autorización expresa del autor. 29 de mayo de 2007.

Tema 1: Los Mercados Financieros

rentabilidad de los emisores públicos dependerán, fundamentalmente, de los siguientes factores:

- Del “**rating**” del emisor y de las garantías de los valores emitidos.
- De la estructura de los flujos de los valores (cupones, periodicidad, duración, etc.)
- De las condiciones del mercado: liquidez, profundidad del mercado, ratio BIS, etc.

En este contexto, es responsabilidad de las políticas de deuda pública favorecer los cambios organizativos e institucionales que permitan mejorar la gestión en sus sistemas de negociación, compensación y liquidación de los valores de deuda pública, lo que favorecerá la mejora de sus diferenciales de rentabilidad frente al “benchmark” AAA.

Los elementos del mercado de DPA

Este mercado cuenta con los elementos propios de un **mercado desarrollado**:

- Sistemas de **contratación y liquidación ágiles y seguros**.
- Acceso directo al **mercado restringido** de los miembros del mercado.
- Se negocian exclusivamente **valores fungibles**, es decir, que su existencia es “**virtual**”.
- Se trata de **apuntes informáticos**, no existiendo ya, al igual que sucede en las Bolsas, los tradicionales títulos físicos.

Este mercado tiene como soporte el **STMD (Servicio Telefónico del Mercado Monetario)** del Banco de España. En Febrero de 1992 comenzó la contratación, a través del SIBE, de Renta Fija anotada y de DPA (Sistema Bursátil de Deuda Pública Anotada S.B.D.P.). Desde entonces puede contratarse a través de los miembros de cada Bolsa, la DPA y otra renta fija adscrita a este Servicio de Anotaciones.

La supervisión y liquidación de este mercado se realiza por la **Central de Anotaciones de Deuda del Banco de España (CADE)**, que actúa como Delegado del Tesoro Público. El Banco de España y su Central de Anotaciones se encargan de hacer los correspondientes apuntes de emisión, pago de intereses, amortización, etc., acreditando los derechos económicos de los titulares de estas “Anotaciones en Cuenta”.

Tema 1: Los Mercados Financieros

En la Central de Anotaciones (IBERCLEAR) y para cada Gestora existen tres tipos de cuentas:

- **Cuenta Tesorera:** Es la cuenta donde se realizan los movimientos de efectivo.
- **Cuenta de Terceros:** En la que exclusivamente se registran los saldos de clientes.
- **Cuenta Propia:** Es aquella cuenta en la que se registran los saldos propios de la Gestora o Institución Inversora.

Contablemente, y según el destino de los activos, la Gestora tendrá que contabilizar su DPA como **cartera de inversión a vencimiento**, que comprenderá aquella cartera que la Institución haya decidido mantener hasta el vencimiento. Y será **cartera de negociación** aquella cuyo destino sea la distribución y negociación entre clientes. El Banco de España tiene claramente establecidas las normas para pasar saldos entre estos tres tipos de cuentas.

El Banco de España

Banco de España es el organismo rector del Mercado de Deuda Pública Anotada, cuyas funciones ya hemos comentado y resumimos a continuación:

- Ser el **agente financiero de la Deuda pública**.
- **Prestar al Tesoro** el servicio de tesorería de la Deuda pública.
- **Supervisar el funcionamiento y la transparencia** del Mercado de Deuda Pública.
- Establecer las **normas que rigen las transacciones realizadas** entre sus miembros y, junto al Tesoro, determinar las regulaciones específicas que afectan a dichas entidades y se encarga de evaluar su actividad.
- Desde 1990, además, realizar las funciones de Entidad Gestora para las personas físicas o jurídicas residentes que deseen mantener sus tenencias de deuda en una cuenta de valores en el propio Banco de España -las denominadas **Cuentas Directas**.

El Mercado de Deuda Pública en anotaciones es un mercado descentralizado con información centralizada.

En general, las normas que regulan el funcionamiento del mercado están dirigidas fundamentalmente a:

- Asegurar la **solventia y profesionalidad de los intermediarios financieros** que operan en el mismo.
- Establecer **procedimientos de negociación transparentes**

Original del Profesor Jorge Moran Santor.

Prohibida su reproducción total o parcial sin autorización expresa del autor. 29 de mayo de 2007.

Tema 1: Los Mercados Financieros

- Mantener el **uso adecuado de las prácticas comerciales** y la formación eficiente de los precios.

Los participantes en el Mercado de Deuda Pública anotada son, además del **Banco de España** como organismo rector e **Iberclear**, como depositario central de valores, el Tesoro como emisor y el y por otra, **los inversores finales**. Situados entre ambos, un grupo de instituciones financieras con funciones bien de negociantes, bien de intermediarios.

El Tesoro

- Fija, como emisor, **las características y frecuencias de las emisiones** y calendario de subastas.
- Elige el **procedimiento de colocación**.
- **Resuelve las subastas** y decide la cantidad a colocar.
- Establece la **forma de representación de la deuda**.
- Ejerce **funciones de regulación del mercado**, cubriendo las necesidades de financiación del Estado a menor coste.

A su vez el Banco de España, como Organismo rector del mercado, cuyas competencias y funciones ya comentadas, resumimos en:

- Como agente financiero del Tesoro se encarga de los **aspectos operativos de emisión**, pago de los intereses y reembolso de las amortizaciones.
- **Vigila las prácticas de negociación** para proteger a los inversores, supervisando la solidez y solvencia de los agentes.
- Participa en la negociación bien para **instrumentar el control monetario** o bien para mantener la evolución adecuada del mercado.
- **Presta servicios de Entidad Gestora**.

La Ley de Autonomía del Banco de España prohíbe la adquisición por éste de Deuda Pública directamente del emisor, aunque puede hacerlo en los mercados secundarios.

Ahora bien, en su función de Banco del Estado, el Banco emisor, con la independencia que le otorga la Ley, podrá seguir realizando el servicio financiero de la Deuda Pública, contribuyendo con sus mejoras técnicas a la emisión, negociación y mejor gestión de aquélla.

Tema 1: Los Mercados Financieros

5. CONCLUSIONES

Dentro de las clasificaciones establecidas, serán los mercados de capitales y de valores, aquellos a los que habitualmente, se dirigirán los inversores institucionales para diseñar y desarrollar sus estrategias de inversión, a largo plazo, seleccionando aquellos activos que consideren más adecuados, bajo los y indicados criterios de **liquidez, rentabilidad y riesgo**, teniendo siempre presente las restricciones que por su especial naturaleza conlleven, especialmente de naturaleza legal.

De estos mercados, dos adquieren una relevancia singular:

- El Mercado de Valores: La Bolsa.
- El Mercado de Renta Fija Pública: (Estatal), no siendo los únicos, puesto que en los mercados financieros más desarrollados, otras están adquiriendo cada vez un mayor protagonismo.