

TEMA 9

LOS MERCADOS MONETARIOS EN ESPAÑA

1.- CONCEPTO Y CARACTERÍSTICAS GENERALES

El mercado monetario es el conjunto de mercados al por mayor independientes pero interrelacionados en los que se intercambian activos financieros que tienen como características:

- Bajo nivel de riesgo (rentabilidad elevada)
- Plazo de amortización corto inferior a 18 meses.
- Elevada liquidez.

Características del mercado monetario:

- + son mercados al por mayor donde actúan grandes instituciones financieras y empresas industriales que negocian grandes cantidades de recursos financieros.
- + En estos mercados se negocian activos de poco riesgo, derivado de la solvencia de las entidades emisoras o por las garantías adicionales que incorpora el título (títulos hipotecarios)
- + Los activos son muy líquidos, derivado del vencimiento a c/p y de las grandes posibilidades de negociación en mercados secundarios.
- + La negociación puede hacerse directamente entre los participantes del mercado.
- + Son mercados dotados de una gran flexibilidad, debido a la alta innovación financiera.

Las nuevas formas de emisión de los títulos son las siguientes:

[1] Emisión al descuento o cobro de intereses al final; implica que el comprador del activo paga por este una cantidad inferior al valor nominal en el momento de la adquisición.

Dto = diferencia entre nominal y lo que paga (V de adquisición)

No recibirá intereses periódicos por el título, los ha cobrado por anticipado en total. Los títulos que se pueden emitir de esta forma son las Letras del tesoro y los pagarés de Empresa.

[2] Emisión a cupón cero; el pago de intereses se realiza en el momento de maduración de la deuda, se adquiere por el valor nominal, se amortiza con diferentes primas, según el plazo de reembolso. Son los bonos de caja y tesorería bancarios.

[3] Emisión a tipo variable; se emiten con un tipo de interés que no es fijo sino que evoluciona a lo largo del tiempo. Compuesta por intereses de referencia (precio variable) mas un diferencial fijo.

El mercado monetario ha presentado un importante desarrollo en la década de los 80 y principios de los 90 en España. Las razones se agrupan en 2 líneas:

1ª) las autoridades económicas han tratado de apoyar el desarrollo de estos mercados, dadas las consecuencias favorables que de éstos se derivan para el funcionamiento, del desarrollo del país.

2ª) Un conjunto de fenómenos de naturaleza económica que han ayudado al desarrollo de estos mercados sin que esto signifique que no han sido perjudiciales para otros sectores de la economía.

Mantenimiento de altas tasas de inflación

Ritmo de crecimiento por debajo de la UE

Fuerte crecimiento de los déficits públicos

También ha habido otros 2 factores cruciales en el desarrollo de los mercados monetarios y cuya modificación ha constituido la causa básica del decaimiento de algunos mercados monetarios:

[1] Fuerte atractivo para los emisores que los activos negociados en los mercados no estuvieran sujetos al coeficiente de caja.

[2] Las importantes posibilidades de ocultación fiscal que se propiciaban con la emisión de títulos. Esto se termina con la aprobación de la Ley de Régimen Fiscal para algunos activos financieros.

La incorporación de España a la UE y la adopción de la moneda única también ha supuesto un importante cambio en los mercados monetarios.

Veremos a continuación los diferentes tipos de mercados monetarios.

2.- EL MERCADO INTERBANCARIO.

Mercados en los que se cruzan operaciones entre entidades de crédito, el Bco. emisor y otras entidades financieras.

La negociación de activos a muy c/p y con un elevado grado de liquidez, se negocia con dinero o cuasidinero.

La función principal es que estas características que tienen les convierten en instrumentos muy flexibles para que las entidades lleven a cabo su gestión de Tesorería y les convierta en un elemento básico para la transmisión de señales impartidas por las entidades financieras.

Hay diferentes mercados interbancarios:

1.- Mercado interbancario de depósitos; es aquel en el que las instituciones de crédito, de forma directa o a través de intermediarios financieros, se ceden depósitos a 1 día o a plazos superiores.

Cuenta en nuestro país con un fuerte desarrollo, no solo por el elevado número de entidades que participan en el (Bcos, cajas de ahorro, CECA, Cooperativas de crédito, establecimientos financieros de crédito) sino también por los elevados volúmenes que se negocian en estos mercados y sobre todo porque constituye un punto de referencia básico para la formación de los precios en los diversos mercados financieros de nuestro país.

Este desarrollo se debe a diferentes motivos:

+ Porque facilita a las entidades de crédito cubrir sus desfases de tesorería.

+ Porque ha sido un instrumento muy útil en España, dado que en los últimos años se ha utilizado una política monetaria basada en el control de la cantidad de dinero.

- + Los altos tipos de interés que se han alcanzado en España en los años 80 y principios de los 90.
- + La fuerte entrada de entidades de crédito extranjeras que inicialmente estaban sometidas a limitaciones para captar recursos en el mercado interior.

El mercado interbancario es un mercado mayorista (no acuden particulares) cuyo rasgo mas característico es que tradicionalmente ha sido un mercado primario ya que los depósitos interbancarios no eran posteriormente negociables en otros mercados secundarios.

Esta situación se modifica a finales del 92 cuando las autoridades españolas regularon los Depósitos interbancarios transferibles (DITs) como activos emitidos al descuento por cualquier miembro del mercado interbancario negociables entre ellos, pero no transmisibles al público.

2.- Mercado interbancario de Certificados del Bco. de España (CBEs): los CBEs aparecen en España en 1.990 como consecuencia de la reforma del coeficiente de caja que se llevó a cabo en ese año.

Esta reforma redujo el coeficiente de caja del 17% al 5% y para evitar que esta reducción produjera un fuerte aumento de liquidez en el sistema, el Bco. de España creó unos títulos llamados "CBEs" que obligó a que las entidades de crédito suscribieran por un valor en su conjunto de 3 billones.

No son negociables, excepto entre las entidades obligadas a tener el coeficiente de caja y entre ellas y el Bco. de España. El vencimiento de los CBEs que se emitieron a mas L/p se dio en septiembre de 2000 y por lo tanto ya han desaparecido.

Tiene 2 segmentos de negociación:

- + Operaciones a vencimiento.
- + Operaciones con pacto de recompra.

3.- Acuerdos sobre tipos de interés futuros [Forward Rate Agreements (FRA)]: también se negocian en el mercado interbancario español y constituyen una operación en las que las partes acuerdan en un momento la liquidación en una fecha futura del diferencial entre el tipo de interés pactado y el tipo de interés efectivamente vigente aplicado a un importe teórico durante un periodo determinado de tiempo.

Es un contrato futuro o a plazo, en el que si el tipo de interés realmente efectivo es mayor al pactado el vendedor abonará al comprador la cuantía que resulta de aplicar el diferencial de tipos de interés a la cuantía acordada en el periodo pactado.

3.- LOS MERCADOS MONETARIOS DE FONDOS PÚBLICOS.

3.1.- Evolución histórica y situación actual de los fondos públicos del mercado monetario en España.

Actualmente en España podemos incluir como fondos públicos del mercado monetario:

- Letras del Tesoro.
- Bonos del Estado.
- Obligaciones del Estado.

Letras del Tesoro.

Las emite la dirección general del tesoro y política financiera.

Pueden ser suscritas por cualquier agente económico.

Tienen un vencimiento de hasta 18 meses (c/p).

Se representan con anotaciones en cuenta.

Se emiten al descuento.

No están sometidas a coeficientes obligatorios.

No tienen retención sobre sus rendimientos.

Su finalidad es la regulación monetaria y financiera.

No existe segregación del volumen nominal en cupones.

Bonos del Estado.

Los emite la dirección general del tesoro y política financiera.

Tienen un vencimiento de entre 2 y 5 años m/p

Se representa en anotaciones en cuenta.

La rentabilidad es a cupones anuales.

Sufre retenciones fiscales.

Están gravadas por impuestos.

Pueden segregarse el principal en cupones.

Obligaciones del Estado.

Son emitidas por la dirección general del tesoro y política financiera.

Lo puede suscribir cualquier agente económico.

Tienen un vencimiento superior a 5 años L/p

Se representan en anotaciones en cuenta.

La rentabilidad se paga en cupones anuales

No están sometidas a coeficientes obligatorios

Están gravados.

Finalidad de regulación monetaria y financiera.

Se pueden segregar en cupones.

Todos ellos suponen una forma que tiene el Estado para financiar el Déficit Público.

3.2.– Los mercados primarios.

La deuda pública se negocia en el mercado de deuda pública en anotaciones en cuenta.

Tiene como finalidad la negociación de valores de renta fija emitidos por el Estado, por el Instituto de Crédito Oficial (ICO), por el Bco. de España, por los bancos centrales nacionales de la UE, por las CCAA, por el Bco. Europeo de Inversiones o por los Bcos. Multilaterales de desarrollo de los que España sea miembro.

3.2.1.– Miembros del mercado de DP anotada.

Pueden ser miembros del mercado de deuda pública anotada entidades titulares de cuanta y entidades gestoras y pueden acceder a esta condición además del Bco. de España, las sociedades y agencias de valores, entidades de crédito españolas, empresas de servicios de inversión y también las entidades de crédito autorizadas en otro estado miembro de la UE.

3.2.2.– Sistemas de emisión de Fondos Públicos.

Están regulados en la normativa vigente y son de diferentes tipos:

1.– Subastas competitivas ordinarias y especiales.

Ordinarias: se celebran con la periodicidad estipulada por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y esta será mensual para las Letras, bimensual en el caso de Bonos y trimestral para las Obligaciones.

Especiales: tienen carácter peculiar. Se realizan fuera de la periodicidad estipulada para las subastas ordinarias. Se convocan y tienen las condiciones que determine el mercado.

2.– Subastas restringidas.

Son subastas competitivas entre un número limitado de entidades autorizadas a medias en la colocación de valores. Estas entidades participantes adquieren el compromiso de asegurar la emisión.

En estas subastas se pueden presentar 2 tipos de solicitudes:

- Peticiones no competitivas, donde no se indica el precio y su importe conjunto no puede superar 200.000 euros.
- Peticiones competitivas, donde se especifica el precio que se está dispuesto a pagar por la deuda que se solicite y en caso de no ser así se considera nula.

3.– Resolución de la subasta. Depende del tipo de petición que se esté realizando.

Petición competitiva; una vez clasificado de mayor a menor el precio ofrecido, se determina el volumen nominal o efectivo que se desea emitir, fijándose así el precio mínimo aceptado y adjudicando de forma automática todas aquellas peticiones cuyo precio fuese mayor o igual que el mínimo aceptado.

Petición no competitiva; el Estado las acepta en su totalidad al precio medio ponderado.

La normativa permite además de estos sistemas, cualquier otro sistema que no suponga desigualdad de oportunidades para los potenciales adquirentes de la deuda.

3.3.– Mercados secundarios de deuda pública anotada.

El mercado Secundario oficial de títulos públicos es el mercado de Deuda Pública anotada en cuenta, aunque en España solamente existe un mercado de este tipo, dentro de se distinguen 2 ámbitos de negociación.

Primero: Negociación que se realiza entre miembros del mercado, actuando por cuenta propia (mercado mayorista), dentro de este se distinguen 2 sistemas de negociación:

1.– Sistema general de negociación telefónica o segundo escalón.– puede estar basado en la búsqueda directa de contrapartidas por parte de los participantes o un mediador que pone en contacto a los demandantes con los oferentes, aunque la operación se cierra por mutuo acuerdo entre las partes.

2.– Sistema de contratación centralizada o mercado ciego.– solo participan 2 categorías de entidad: Negociantes de Deuda Pública y Creadores de mercado, siendo estos últimos un grupo de entidades cuya función es favorecer la liquidez del mercado, de deuda pública y en última instancia colaborar con la dirección general del Tesoro y Política financiera, la difusión exterior e interior de la deuda pública del Estado.

El mercado en el que se muestran precios de compra y venta para determinar activos y que funciona de tal modo que sus participantes cotizan precios a ambos lados del mercado a través de la plataforma única que ofrece un sistema centralizado de información por pantalla en la que aparecen en cada momento los mejores precios de compra y de venta, de tal forma que cualquier usuario de la red puede contratar las posiciones cotizadas vendiendo y comprando activos a los precios que aparecen en la pantalla.

No ofrece información sobre el intermediario que proporciona esta cotización, así se preserva el secreto de las estrategias de cartera que se deseen desarrollar.

Segundo: Mercado minorista; se produce negociación con agentes que no son miembros del mercado y que se hacen a través de entidades gestoras exclusivamente.

3.4.– Otros mercados monetarios

Además del mercado interbancario, del de Fondos Públicos, pagarés y de títulos hipotecarios, en España existen otros mercados monetarios.

1.– Mercados de pagarés bancarios.

Títulos similares a los pagarés de empresa pero que están emitidos por bancos o Cajas de Ahorro. Son títulos de renta fija que incorpora un compromiso de pago a fecha fija, por lo que la entidad emisora se compromete a devolver el nominal. Se emiten al descuento y tienen un vencimiento de 6–12 meses con un nominal de 1.000.000 pts.

A partir de que los pagarés bancarios empezaron a considerarse pasivos computables en el coeficiente de caja y con la reforma de la Ley Fiscal, este mercado ha comenzado a perder importancia.

2.– Mercado de certificados de depósitos.

Son títulos acreditativos de depósito a plazo fijo en una entidad bancaria, susceptibles de transmisión con la obligación para toda la entidad emisora de rembolsar el nominal en la fecha de vencimiento.

Su emisión inicialmente estaba limitada a la Banca Industrial aunque hoy día los puede emitir las cajas de ahorro o cualquier banco. La principal característica es que son transmisibles. Tienen un nominal mínimo de 1.000.000 pts, con un vencimiento mínimo de 6 meses, los bancos y las cajas acuerdan en el momento de la

emisión, garantizar su liquidez mediante la recompra automática sin penalización.

3.- Mercado de Bonos de caja y tesorería.

Son obligaciones a m/p, entre 3 y 5 años que pueden ser emitidos por Bancos y Cajas de Ahorro, la diferencia entre ambos tipos de bonos radica en la entidad emisora. Los bonos de tesorería se pueden emitir por cualquier tipo de banco o caja mientras que los de caja solo por la banca industrial.

Los bonos de caja poseen ventajas fiscales, están exentos del Impuesto de Transmisiones Patrimoniales.

Los bonos de tesorería están sujetos a la ley de Sociedad anónima y los de caja tienen su propia legislación.

Ambos tipos son convertibles en acciones.

9.4.- PAGARÉS DE EMPRESA. El mercado mayorista de la AIAF.

Son títulos de renta fija, negociables, cualquiera que sea su instrumentación, pertenecientes a una serie o no, con vencimiento a c/p, y emitidos normalmente al descuento con grandes nominales con el objetivo de poder diversificar o ampliar sus fuentes de financiación.

Suelen financiar necesidades de capital circulante porque son títulos a c/p (pcc de las empresas). Se han utilizado también pagarés para financiación a medio y largo plazo, se consigue a través de rotación de pagarés al vencimiento y tanto a través de contratos con entidades bancarias para la compra de los pagarés que no se han podido colocar entre el público.

Hoy en día el mercado primario de pagarés se desarrolla a través de 2 tipos:

++ Empresas de conocida solvencia que emiten habitualmente, son de gran dimensión y realizan la emisión en serie de nominales, los importes no son elevados, entre 500.000 y 1 millón, a plazos cortos de 3 a 6 meses de vencimiento y de acuerdo con programas preestablecidos y que tienen como obligación que estas emisiones sean registradas en la CNMV. Suelen colocarse entre los intermediarios financieros a través de subastas competitivas que redistribuyen luego estos pagarés entre el público.

La característica principal es poder responder a un programa diseñado de emisión de pagarés.

++ Empresas solventes pero de menor tamaño. Estas empresas a partir de una época en la que España (1.989-1.999) se caracterizaba por el racionamiento crediticio. Comenzaron a emitir pagarés como fórmula alternativa de financiación a través de emisiones a medida. Estas se caracterizan porque el demandante de fondos se adapta en la emisión de pagarés a la exigencia de la demanda (importe, Ti, Vto.), también se ha colocado a través de los intermediarios financieros, no tienen que ser registrada en la CNMV y muchas veces se ha utilizado la colocación directa para este tipo de emisión.

El inversor lo que busca es colocar sus excedentes de tesorería de una forma rápida y rentable (nominales altos y vtos cortos).

Características de estos pagarés:

[Son activos que no llevan una garantía adicional del emisor, la venta de estos títulos depende siempre de la confianza que el inversor tenga en la solvencia del emisor].

[Desde que comienzan a emitirse presentan elevados nominales y vencimientos a muy c/p, siendo el número de emisores pequeño].

[Su rentabilidad es muy parecida a la de otros activos financieros alternativos, suele ser normal un poco mayor a la de los valores públicos de similares características y también suele ser inferior a los tipos de interés del mercado interbancario].

[El origen de la emisión de pagarés en España se encuentra en la voluntad de elevar el proceso de desintermediación financiera de manera que los demandantes de fondo y ahorradores puedan ponerse en contacto sin la necesidad de la intervención de un intermediario financiero, ahorrando costes y obteniendo mas rentabilidad. Es el proceso de buscar información de forma alternativa, o lo que se llama proceso de desintermediación financiera].

En cuanto al Mercado Secundario de Pagarés de Empresa, se distinguen en España 2 ámbitos.

Mercado secundario no organizado; Son transacciones que se realizan a través de los intermediarios financieros.

Mercado secundario organizado; pero no oficial, es en España un mercado privado creado por la Asociación de Intermediarios de activos financieros [AIAF].

A partir de 1.990 los pagarés de empresa y otros títulos de renta fija se están negociando en España en un mercado mayorista organizado por la AIAF, que fue reconocido por una Orden Ministerial del 91 que reconoce ya a este mercado como mercado secundario organizado no oficial.

Se negocian pagarés de empresa, bonos matador, cédulas hipotecarias y bonos y obligaciones domésticas.

El mercado del AIAF tiene carácter mayorista ya que en el solamente pueden intervenir entidades financieras y la negociación mínima se establece en 25.000.000 pts, los títulos son de muy elevado nivel de valor nominal. Además se caracteriza por ser un mercado abierto, pueden acceder todo tipo de intermediarios financieros, ya que es descentralizado y flexible.

La AIAF es el órgano rector de este mercado y tiene entre sus funciones la normalización de las características de los títulos emitidos por él, negociados en él, así como el establecimiento de los procedimientos de negociación, compensación, liquidación etc. Es el encargado de admitir los valores a negociación y supervisar la formación y distribución de información. El control lo lleva la AIAF.

9.5.- MERCADOS DE TÍTULOS HIPOTECARIOS. Fondos de titulación hipotecaria.

En España existen tres tipos de títulos establecidos por la Ley de regulación del mercado hipotecario del 81 que son las cédulas hipotecarias, los bonos hipotecarios y participaciones hipotecarias.

Podrán ser emitidos por aquellas entidades que concedan financiación hipotecaria con el objetivo de movilizar las carteras de préstamos hipotecario que poseen.

Cédulas hipotecarias

Son títulos que están garantizados por la totalidad de los créditos hipotecarios de una entidad normalmente la emisión era privilegio del BE pero con la Ley del mercado hipotecario se amplió a las Cajas de Ahorro, CECA, Cooperativas de crédito y la Banca privada.

También los podrán emitir las sociedades de crédito hipotecario. Estas siempre con la obligación de que el 75% como mínimo de la cartera de crédito de la sociedades emisoras deba estar invertido en crédito hipotecario.

Bonos hipotecarios

Son activos financieros garantizados por el crédito o grupo de créditos hipotecarios que se vinculen específicamente a su emisión en la escritura pública de ésta. Su característica es que no pueden tener un vencimiento medio superior al de los créditos al que están vinculados ni sus intereses.

La diferencia es que los bonos están respaldados por un determinado grupo de créditos.

Participaciones hipotecarias

Su emisión tiene como finalidad el hecho de que la entidad emisora puede hacer partícipes de hecho en todo o en parte de 1 o varios créditos hipotecarios de los que posee en su cartera a 3 miembros de estos préstamos. Es una cesión de parte o todo de un crédito hipotecario al inversor.

El mercado secundario donde se negocia este tipo de títulos proporciona liquidez a los activos y un mayor impulso al mercado hipotecario en su conjunto por todo ello la Ley del mercado hipotecario establece que los títulos hipotecarios pueden ser transmitidos por cualquiera de los medios que se admiten en derecho, sin la necesidad de intervención de un fedatario público, sin necesidad de notificar al deudor, admitido en cotización en bolsa con los requisitos exigidos a los títulos públicos.

La cesión está exenta del impuesto sobre transmisiones patrimoniales. Ha de estar intervenida por alguna de las autoridades autorizadas a participar en el mercado hipotecario. En España existen 3 tipos de mercado secundario: la bolsa, el mercado individual (vende sus propios títulos) y los mercados secundarios organizados no oficiales como AIAF.

Fondos de titulación hipotecaria

Son autorizados en nuestro país en 1.992, que la legislación establece que éstos fondos tienen un activo compuesto por las participaciones hipotecarias que han servido para movilizar préstamos hipotecarios y un pasivo compuesto por títulos de renta fija emitidos para captar fondos de particulares o de instituciones.

Su objetivo es movilizar los préstamos hipotecarios concedidos por las entidades.

La titulación hipotecaria es la conversión de un préstamo o activo no negociable en títulos negociables (bonos de titulación hipotecaria). La titulación hoy en día, está abierta a cualquier tipo de activos, es decir, respaldando está el activo.

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL JOSÉ MIGUEL ESCALERA PECCI