



## 13. LA INVERSIÓN DIRECTA EN VALORES DE RENTA FIJA POR PARTE DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS

**Julio Alcántara**  
**Consejero-Director General del Mercado AIAF de Renta Fija. Grupo BME**

Según la Encuesta Financiera de las Familias, elaborada por el Banco de España con la colaboración del Instituto Nacional de Estadística y la Agencia Tributaria<sup>1</sup>, donde se describe el perfil inversor de los hogares españoles ó lo que es lo mismo, la inversión financiera de las familias en España, la inversión en activos de renta fija tan sólo representaba el 1,7%.

Aunque la información es bastante antigua, puesto que los datos corresponden a la última oleada de 2005, resulta significativa la tendencia que marca, con relación a la anterior encuesta de 2002, dado que se apunta a una disminución en el peso que representaban estos activos en la inversión familiar.

La inversión directa del ahorro familiar en renta fija ha sido tradicionalmente escasa, al menos en su comparación relativa con otros activos, tales como los depósitos, fondos o la renta

variable, si bien, si se considera la inversión indirecta, a través de las Instituciones de Inversión Colectiva (fondos de inversión de renta fija y fondos de pensiones) la cifra es mucho más elevada, tanto en lo referente a deuda pública, como privada, aunque continúa muy lejos del volumen invertido en renta variable.

Los emisores se concentran en la colocación a inversores institucionales. A lo largo de 2009, el 95% de las emisiones españolas a medio y largo plazo se colocaron entre emisores institucionales. Este hecho se viene repitiendo año tras año, ya que los volúmenes son cada vez más elevados y se requiere rapidez en la colocación.

A falta de datos más recientes es difícil aventurar la situación a día de hoy aunque en los últimos años, desde que se desencadenó la crisis, el saldo de renta fija en manos de particulares apenas ha experimentado variación en valor absoluto (ver Tabla 1).

**TABLA 1. SALDO DE PARTICULARES EN VALORES DE RENTA FIJA**

	2007	2008	2009	ago-10
RF Privada	41.634	41.232	46.230	47.999
Deuda Pública	8.250	9.108	5.024	3.950
(mill. €)	<b>49.883</b>	<b>50.340</b>	<b>51.255</b>	<b>51.949</b>

<sup>1</sup> Ver "Perfil inversor de los hogares españoles: análisis de la Encuesta Financiera de las Familias" de Anna Ispuerto Maté y M<sup>a</sup> Victoria Villanueva Fresán. Monografía editada por CNMV en julio de 2010.

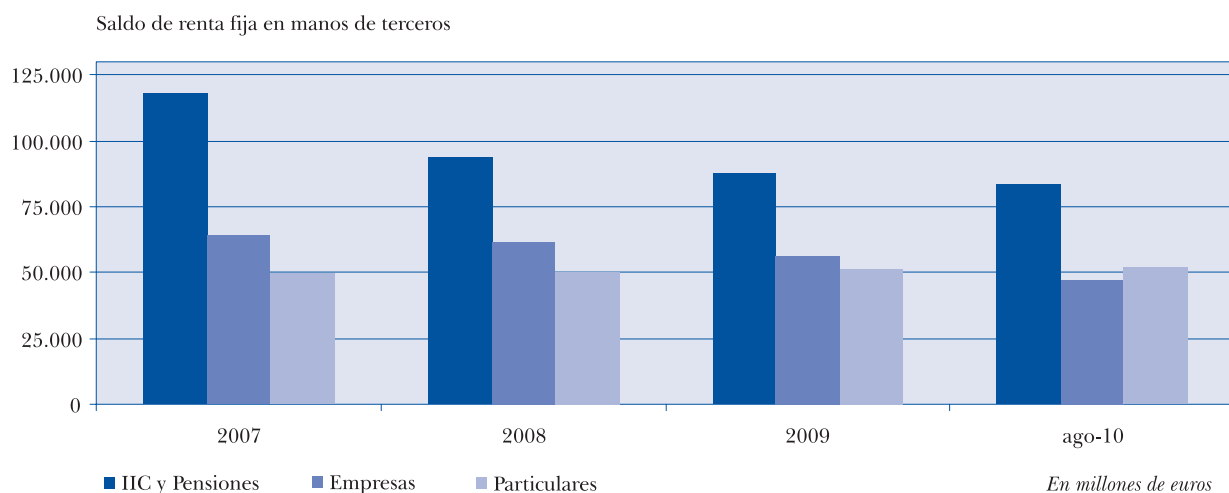


Como puede apreciarse, al finalizar el mes de agosto del presente año, el importe agregado (deuda pública y privada) en manos de particulares ascendía a 52.000 millones de euros, cifra muy similar a los 50.000 millones que alcanzaba a finales de 2007. Sin embargo, el desequilibrio a favor de la inversión en renta fija privada ha aumentado hasta el 92,4% de dicha cifra, debido a la acusada disminución de la deuda pública en

manos de minoristas y a las colocaciones de emisiones de participaciones preferentes a lo largo de 2009.

El segmento de particulares ha sido el único, si exceptuamos el de no residentes, que ha mantenido su peso dentro del saldo en circulación, puesto que tanto las empresas, como sobre todo los fondos, han disminuido considerablemente su inversión en estos valores.

**GRÁFICO 1. EVOLUCIÓN DEL SALDO DE TERCEROS DE RENTA FIJA (EXCEPTO «NO RESIDENTES»)**



Fuente: Iberclear y AIAF

Puede decirse que esta situación desmiente de alguna forma el supuesto papel de activos refugio que tradicionalmente se ha asignado a la renta fija, puesto que se trata de un crecimiento muy escaso si tenemos en cuenta la enorme profundidad de la crisis, que ha llevado a la desinversión en otros tipos de valores supuestamente alternativos.

Resulta conveniente precisar que, contrariamente a lo que se pudiera pensar, el de la renta Fija es un mercado complejo para los no profesionales, pues en su evolución influyen de forma directa diversos factores de difícil evaluación. Más adelante nos referiremos a ellos.

Otra circunstancia que hace a priori poco atractivos los mercados de renta fija es la percep-

ción que tiene el inversor particular de que es un tipo de inversión en el que obtener una rentabilidad elevada es relativamente difícil, sobre todo en un entorno de tipos de interés bajos y que, por tanto, existen otras alternativas con mayor aliciente en cuanto a la posibilidad de obtener mejores ganancias. Podría parecer que le faltara el «picante» de la especulación que se da en la renta variable. Lo cual es una falsa impresión, puesto que se trata de mercados que en todo el mundo mueven volúmenes muy elevados en el mercado secundario, superiores a los de renta variable, además de ser el vehículo de inversión preferido por los grandes inversores institucionales, tanto en sus carteras de inversión a vencimiento, como en las especulativas.



Al tratarse de un mercado que tradicionalmente ha estado enfocado al inversor institucional, el nivel de información que existía hasta fechas relativamente recientes sobre renta fija era escaso y se circunscribía a los ámbitos profesionales de las mesas de trading de las entidades bancarias. Sin embargo, la necesidad de acudir al inversor particular para colocar emisiones ha hecho que tanto los emisores, como las autoridades regulatorias eleven el listón. Se experimentó un avance considerable con la adaptación a la regulación europea de la directiva de folletos, que intentaba simplificar la información para su mejor comprensión, aunque aún queda mucho por avanzar en ese campo.

En España, durante los últimos diez años se han emitido alrededor de 76.000 millones de euros destinados a este segmento inversor. En correspondencia con este elevado volumen el número de operaciones cuyo nominal es igual o inferior a 6.000 euros es muy elevado, alcanzando en 2009 unas 400.000 operaciones, sobre un total de 917.000, lo que denota gran actividad por parte de los minoristas en el mercado secundario. El volumen efectivo que representaron estas operaciones, en cambio, es muy reducido si se compara con el ámbito institucional, donde se realizan pocas transacciones, pero con un valor unitario mucho mayor.

#### **ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE RENTA FIJA EN ESPAÑA**

La actividad de renta fija en España pivota sobre dos grandes mercados oficiales, el Mercado de Deuda Pública y el Mercado AIAF de Renta Fija privada, éste último integrado dentro de Bolsas y Mercados Españoles (BME), y tres plataformas electrónicas -integradas también en BME- el Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF), el Mercado Electrónico Bursátil y el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND).

La sociedad rectora que supervisa el Mercado de Deuda Pública es el Banco de España y la sociedad anónima AIAF Mercado de Renta Fija

es quien lo hace para la renta fija privada. Ambos Mercados cuentan con sus propios Miembros, entre los que se encuentran las principales entidades financieras españolas y extranjeras. La mayor parte de la negociación se realiza de forma descentralizada, conviviendo las operaciones «over the counter»(OTC), con las plataformas mencionadas, donde la negociación se centraliza en un libro de órdenes y se realizan los cruces de forma electrónica.

SENAF es la plataforma dedicada a la negociación mayorista, fundamentalmente de deuda pública, aunque recientemente se ha abierto a deuda privada avalada por el Estado.

Las otras dos plataformas se centran en la negociación minorista. El Mercado Electrónico Bursátil recoge principalmente las emisiones de bonos convertibles y ciertas emisiones de autopistas. A la plataforma SEND nos referimos a continuación de forma más detallada.

#### **LA PLATAFORMA SEND PARA INVERSORES PARTICULARES**

BME, a través de su filial AIAF Mercado de Renta Fija puso en marcha en abril de este mismo año, el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND), como un canal específico para la negociación electrónica de aquellas emisiones cotizadas en AIAF, destinadas al inversor particular. Con ello, estos inversores disponen de una plataforma cuyo funcionamiento es similar a la Bolsa. Se persiguen varios objetivos:

1. El inversor minorista dispone de mejor acceso y conocimiento de los precios y gana en seguridad y rapidez en las transacciones. La vía para comunicar sus órdenes es la misma que utiliza en la actualidad para las órdenes bursátiles, normalmente la oficina o sucursal bancaria.
2. Los activos que cotizan en la plataforma tienen un precio objetivo determinado por oferta y demanda.



3. Se mejora la difusión de dichos precios utilizando las mismas vías de la renta variable y a través de la web del Mercado.
4. Con todo ello, se mejora la protección del inversor.

En paralelo, la utilización de la plataforma permite el cumplimiento de los requerimientos de la Ley del Mercado de Valores y la Directiva europea MiFID, sobre «mejor ejecución», que hace referencia a que los operadores de un mercado tienen la obligación de ofrecer el mejor precio posible a sus clientes particulares.

En un principio, se han incorporado al libro de la plataforma aquellas emisiones que cuenten con un nominal unitario igual o inferior a 1.500 euros y hayan sido emitidas con posterioridad a enero de 2009. En el futuro no se descarta la incorporación de otro tipo de activos con un perfil similar, como por ejemplo, deuda pública.

Otro aspecto destacable de SEND es el establecimiento de la «entidad de liquidez», una entidad que actuando por cuenta propia o de terceros, mantiene compromisos de proporcionar liquidez a una o varias emisiones.

A fecha de hoy, la negociación se concentra en una decena de emisiones, mientras continúa el paulatino proceso de conexión de las entidades al sistema.

## EL HORIZONTE TEMPORAL DE LA INVERSIÓN EN RENTA FIJA

Uno de los errores más frecuentes que suelen cometer los inversores particulares es pensar que la renta fija está exenta de riesgo. Además, la decisión de comprar un determinado tipo de títulos se encuentra muy influenciada por la presión que ejercen las redes de las instituciones financieras para colocar sus emisiones. El minorista suele guiarse en estos casos casi exclusivamente por el tipo de interés que recibirá, cuando quizá no es lo más relevante.

Como es obvio, ante cualquier decisión de inversión, el inversor debe considerar la evaluación del binomio rentabilidad/riesgo; en una inversión

en renta fija, no debe olvidarse que en realidad se está realizando un préstamo a la empresa emisora a cambio de un tipo de interés y por tanto, el horizonte temporal de la inversión adquiere una relevancia mayor que en inversiones en renta variable, cuya terminación no está predeterminada.

La rentabilidad «a priori» que el emisor ofrece en el folleto de emisión, se cumplirá a la finalización de dicho préstamo, siempre que los riesgos en que se incurren cuando se realizan inversiones de estas características no alteren el resultado final. Dichos riesgos dependen de varios factores:

- El plazo de la emisión y la estructura de tipos de interés. Si nos encontramos en una situación con una curva de tipos «normal», cuanto mayor sea el plazo, mayor rentabilidad se deberá exigir a la inversión.
- La solvencia del emisor y las garantías adicionales que aporte. En aquellos títulos calificados como «simples», la única garantía con que se cuenta es el buen nombre de la entidad, mientras que en cédulas o titulaciones existe un respaldo adicional de determinados activos que actúan como cobertura o colateral garantizando la inversión. A mayores garantías, como es lógico, se percibirá menor tipo de interés que en aquellas emisiones simples, cuyo riesgo teórico es mayor.

Cuando los particulares consideran invertir sus ahorros en renta fija, normalmente están buscando rentabilizar sobrantes temporales, por tanto se debe estudiar previamente cuándo previsiblemente se necesitará recuperar dichos fondos y ajustar el horizonte de la inversión en función de ello. Cualquier desinversión que se lleve a cabo antes del vencimiento del activo se verá expuesta al vaivén del mercado y se obtendrá mayor o menor rentabilidad que la prevista inicialmente, en función de la situación en ese momento.

## EVOLUCIÓN Y SITUACIÓN ACTUAL

Hasta finales de los 80, las principales empresas españolas no financieras (Telefónica, eléctricas,



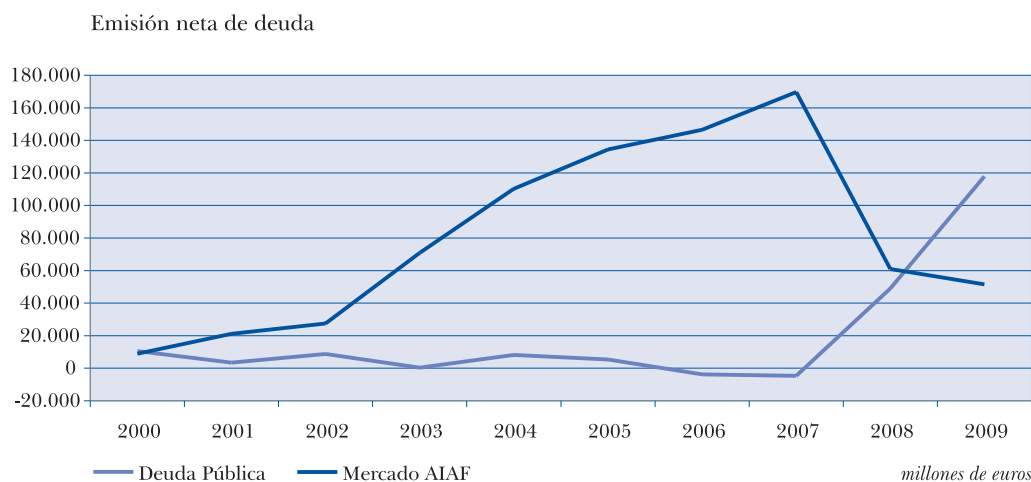
RENFE,...), así como las grandes entidades financieras, emitían de forma regular deuda, bajo la forma de pagarés y obligaciones, para ser colocada entre inversores particulares. En el caso de eléctricas y autopistas, lo fomentaba el tratamiento fiscal más favorable que se daba a las personas físicas que suscribieran las obligaciones, mediante una retención del 1,20% (exención del 95% sobre el tipo de retención vigente en aquellos momentos, el 24%), al tiempo que se permitía la deducción completa en el momento de la declaración a Hacienda. La actuación de las entidades financieras se limitaba en la mayoría de los casos a servir de meros intermediarios entre sus clientes y el emisor.

A partir de aquel momento, la necesidad de financiación del déficit público hizo que la deuda pública creciera de forma rápida y constante hasta el año 1999, periodo durante el cual el importe adeudado por el Estado se multiplicó por cuatro y, haciendo de la necesidad una virtud, provocó que se popularizaran las emisiones de letras y bonos del Estado. Todo ello produjo lo que podríamos llamar «daños colaterales» en la

estructura de los mercados primarios: principalmente, una cierta «asfixia» del desarrollo de la deuda privada; junto con el hecho de que la forma de colocación de las emisiones haya derivado hacia la progresiva bancarización, en parte debido a que se dirigían a inversores institucionales extranjeros.

En sentido contrario, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento europeo perseguía el mantenimiento de la disciplina presupuestaria de los Estados miembros tras la introducción del euro. A medio plazo, los Estados miembros se comprometían a cumplir el objetivo de una situación próxima al equilibrio presupuestario y se establecieron sanciones a los Estados con déficit excesivo. Esto provocó un frenazo al endeudamiento ilimitado de los Estados miembros, con lo que se dio oxígeno a la financiación privada. A partir del año 2000, como puede apreciarse en el Gráfico 2, la situación cambia totalmente ya que la financiación captada por el sector privado fue aumentando, frente al estancamiento, si no reducción, de la pública.

**GRÁFICO 2. EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN NETA**



Fuente: AIAF

A medida que avanza la década 2000, en plena ebullición del fenómeno inmobiliario y el crecimiento del crédito que llevaba aparejado (ver Gráfico 3), con aumentos del 24% anual, las

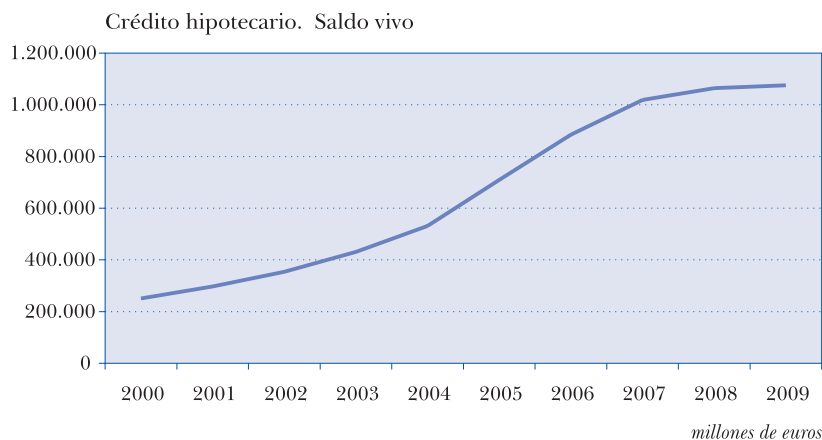
instituciones financieras, tanto bancos, como cajas de ahorro, pusieron en marcha la maquinaria para generar emisiones de renta fija con respaldo de activos, bien a través de las cédulas



hipotecarias, o bien a través de los bonos de titulización, cuyos principales destinatarios eran los fondos de inversión y pensiones de países de la Unión Europea. El volumen emitido desde 2004 hasta 2008 supera los 625.000 millones de

euros. Es claro, por tanto, que la financiación del crecimiento económico español se llevó a cabo en base al endeudamiento, en mayor medida que por la vía de aportaciones directas de capital propio.

### GRÁFICO 3. EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO HIPOTECARIO



Fuente: Asociación Hipotecaria Española

En paralelo al aumento de activos hipotecarios, la elevada liquidez del sistema provocó una fuerte demanda de activos a corto plazo, como vehículo de colocación de puntas de tesorería de fondos y empresas. Ante la baja actividad del Tesoro como emisor de Letras, el mercado de pagarés se desarrolló de forma extraordinaria lo que provocó que el saldo de estos instrumentos se triplicara en tan sólo cuatro años, durante el periodo 2004-2007. La práctica totalidad de las entidades financieras desarrollaron programas de emisión que se renovaban anualmente y que llegaron a totalizar una emisión bruta superior a los 1,2 billones de euros, durante el periodo mencionado.

Sin embargo, el rápido crecimiento de los balances bancarios, pese a estar mitigado por las operaciones de titulización, creó la necesidad de acudir a instrumentos que reforzaran la estructura de sus recursos propios y por tanto sus ratios de solvencia. En el caso de las cajas de ahorro, su única vía para conseguirlo, al no poder emitir acciones, consistió en la emisión de activos válidos

según las normas de Basilea, para ser contabilizados como Tier I y Tier II.

Las participaciones preferentes, computables como Tier I al mismo nivel que capital y reservas, se convirtieron en la trasposición española de las «preference shares» anglosajonas, aunque manteniéndose dentro del ámbito de la renta fija. Tanto cajas como bancos (incluso algunas grandes empresas industriales llevaron a cabo este tipo de emisiones) las colocaron a través de su red de sucursales entre los particulares, en ocasiones sin facilitar a éstos una información exacta de lo que estaban comprando, ni de los riesgos en que incurrían al invertir en unos activos perpetuos y con una remuneración condicionada a la existencia de beneficios.

El otro instrumento de renta fija empleado profusamente por las entidades financieras para reforzar sus recursos propios, en este caso los de categoría Tier II según la nomenclatura de Basilea, fueron los bonos subordinados, que sin tener capacidad teórica de absorción de pérdidas, sí computan en determinados porcentajes a efectos

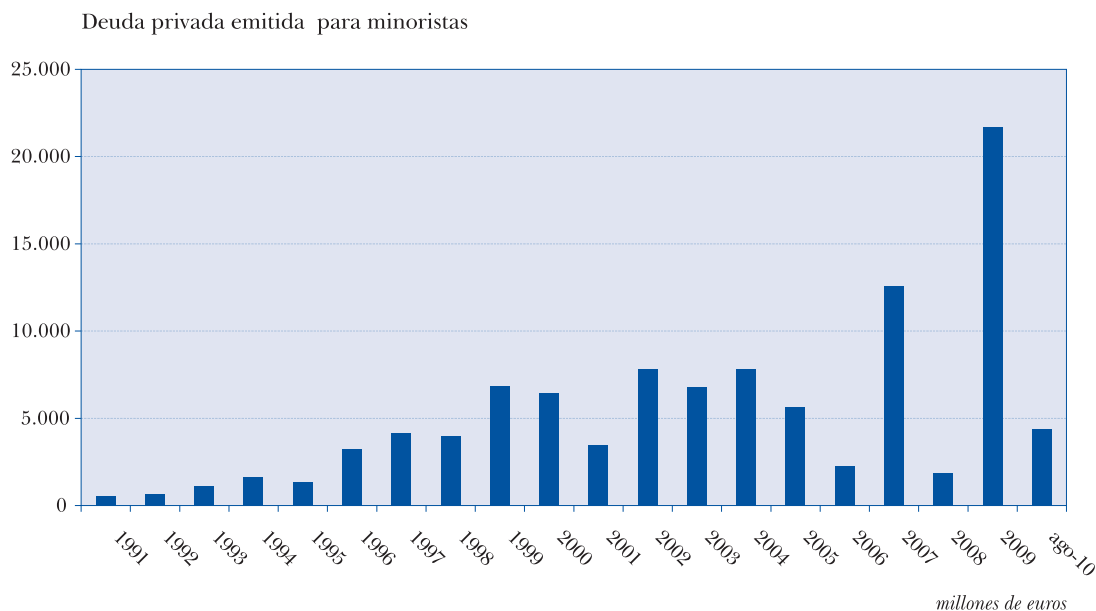


de los capitales propios. Se trata de activos perpetuos o a muy largo plazo con un interés que no se condiciona a los beneficios de la entidad, pero cuyo crecimiento está limitado en el folleto de emisión. Estos bonos y obligaciones fueron igualmente colocados a inversores particulares, siendo perfectamente aplicable el comentario del párrafo anterior.

En ambos casos, las condiciones de emisión no fueron las adecuadas al tipo de riesgo en que incurrieron los inversores y esto motivó reiteradas reclamaciones ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), por las dificultades para deshacer posiciones que encontraban los particulares.

Otra vía utilizada, en este caso por los grandes bancos, ha sido la emisión de valores convertibles en acciones. Santander, Popular, Sabadell y BBVA emitieron un total de 10.200 millones de euros, en el caso de los tres primeros bajo la forma de bonos necesariamente convertibles en acciones a un precio prefijado de antemano. Todas estas emisiones han estado dirigidas en su mayor parte hacia los inversores minoristas y han sido comercializadas a través de la red de oficinas de las entidades emisoras, cotizando en el Mercado Electrónico de Renta Fija, con una elevada liquidez y con precios en función de las cotizaciones de sus respectivos subyacentes, muy por debajo de la par, debido a la caída de cotizaciones de las acciones.

#### GRÁFICO 4. EMISIONES ANUALES PARA MINORISTAS



Fuente: AIAF

En el Gráfico 4 se puede apreciar el importante aumento de la apelación a los particulares que han realizado los emisores, en este caso las entidades financieras, a lo largo de 2009 llevando a cabo emisiones de deuda privada para que fueran colocadas a través de la red de sucursales. Fueron en total 47 emisiones por un importe nominal de 21.674 millones de euros, de las que

13.553 millones correspondieron a emisiones de participaciones preferentes y el resto, salvo dos emisiones, fueron bonos subordinados. Además hay que sumar tres emisiones de bonos convertibles por importe de 3.200 millones. Esto quiere decir que las entidades financieras han recurrido a la renta fija y al particular para obtener recursos computables dentro de los recursos propios.

### CONSECUENCIAS DE LA CRISIS

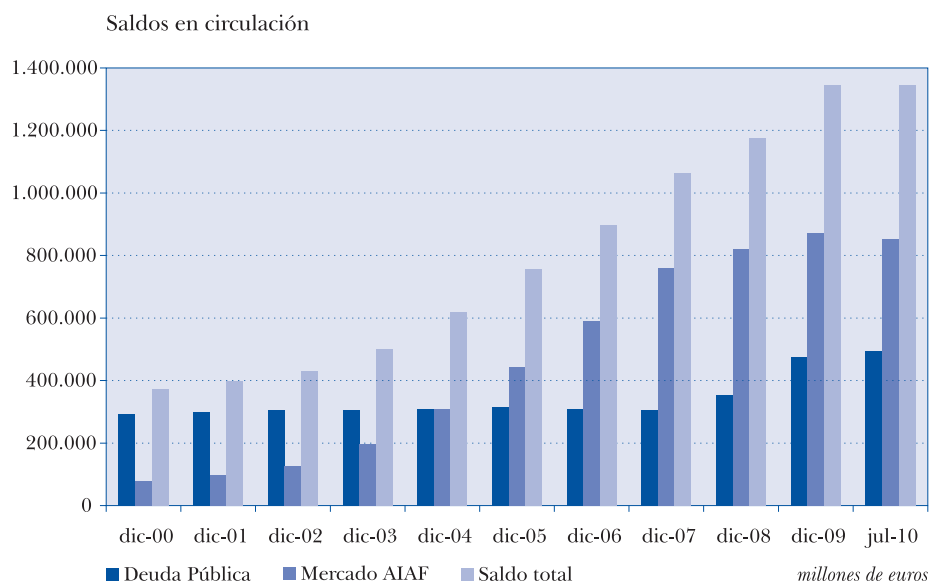
No vamos a entrar a comentar el desarrollo de la crisis, sobre la que se han escrito miles de páginas en todo el mundo, pero sí haremos referencia a las consecuencias que ha tenido para la renta fija, a nivel mundial y específicamente en España. Es evidente que el papel que la deuda ha jugado en la crisis ha sido el de desencadenante, en verano de 2007 con las hipotecas «subprime», pero también ha formado parte de la solución, aunque por el camino el mercado se ha visto profundamente afectado en su estructura.

En tres años la situación ha dado un vuelco de 180 grados, generándose una profunda desconfianza de los inversores hacia cualquier activo relacionado directa o indirectamente con el negocio inmobiliario. Como consecuencia adicio-

nal, se ha instalado una cierta «satanización» de las operaciones de titulización en sí mismas, algo claramente injusto, por cuanto la bondad o maldad de un bono de titulización es el resultado de la calidad del colateral que lo respalda y no de la operación financiera en sí.

España llegó a estar en cabeza de las emisiones de titulización en los años precedentes a la crisis. Sin embargo, en estos momentos el mercado de emisiones de titulización continúa cerrado, debido al rechazo de los inversores hacia este tipo de bonos. Por otro lado, el voluminoso déficit del Estado está generando una importante necesidad de financiación, de tal modo que en apenas tres años el saldo vivo emitido por el Tesoro ha crecido en cerca de 200.000 millones de euros, tal como puede observarse en el Gráfico 5.

**GRÁFICO 5. EVOLUCIÓN DEL SALDO VIVO DE RENTA FIJA**



Fuente: B. de España y ALAF

La desconfianza generalizada a tomar riesgos de entidades financieras mantiene una crisis de liquidez importante que ha venido siendo solventada en base a las intervenciones de las autoridades monetarias. Esto ha sido determinante para mitigar la desaceleración económica y ayu-

dar en la normalización del funcionamiento del sistema financiero a nivel mundial. Las políticas expansivas y de provisión de liquidez llevadas a cabo por los Bancos Centrales han ayudado, sin duda, a restablecer la confianza en el sistema financiero.





Las medidas que se han tomado en la Unión Europea para tratar de sobrellevar la crisis han estado relacionadas, tanto directamente, como indirectamente con la deuda pública y de las empresas financieras. Entre otras podríamos mencionar las siguientes:

- Octubre 2008: el Eurosistema amplía la lista de activos de garantía, especificando los recortes aplicables a cada caso. Los activos que forman parte del colateral reflejado en la lista del BCE son preferentemente renta fija.

Además redujo el umbral de calidad crediticia de los activos (de A- a BBB-), excepto los bonos de titulización de activos, a los que aplica un recorte adicional.

También en dicha fecha, el BCE cambia el procedimiento de las subastas de liquidez para realizarlas a tipo fijo de intervención y con adjudicación plena y ofrece liquidez en dólares y francos suizos.

En España se crea el Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF) para la adquisición de activos de alta calidad crediticia. Su objetivo es prestar fondos y dar liquidez a las entidades bancarias basándose en la adquisición de deuda cotizada en el Mercado AIAF. Se instrumenta el crédito a través de subastas mensuales de 2 tipos; primero, la adquisición temporal a 2 años de cédulas y titulización, con calificación AA y segundo, la suscripción de nuevas emisiones de cédulas hipotecarias a tres

años, posteriormente ampliadas a cinco.

En la misma fecha se crea el plan de avales del Estado a las nuevas emisiones de bonos y obligaciones simples de las entidades financieras, bajo la etiqueta «Aval España». Bajo dicho paraguas se han llevado a cabo 177 emisiones, por un importe global de 55.610 millones de euros.

- Julio 2009. Se anuncia por parte del BCE un programa de adquisición durante un periodo de un año de hasta un máximo de 60.000 millones de euros de «covered bonds» (cédulas) en primario y secundario.
- Marzo 2010. A partir de dicha fecha se exigen al menos dos calificaciones de agencias de rating para los bonos de titulización de activos que se emitan. A efectos de aplicar el recorte de precios o «hair cut» en la aceptación del colateral se aplicará la segunda mejor calificación.
- Mayo 2010. Se relaja el umbral mínimo de calificación crediticia en el caso de activos de renta fija emitidos o garantizados por el Gobierno Griego.

Los efectos sobre los precios han sido devastadores y ha quedado instalada en la mente de todos aquellos que intervienen de una u otra forma en el mercado la afirmación: «ya nada será como antes de junio de 2007». Los diferenciales entre los bonos soberanos europeos, que hasta dicha fecha se encontraban a niveles muy cercanos entre sí, se dispararon, como puede apreciarse en la Tabla 2.

**TABLA 2. DIFERENCIALES CON EL BUND A 10 AÑOS**

	Grecia	España	Portugal	Italia
oct-07	30,2	10,9	23,1	27,3
abr-08	50,7	29,9	46,7	46,5
oct-08	89,3	55,5	67,8	83,7
abr-09	271,2	106,2	155,1	134,4
oct-09	138,0	63,7	71,2	95,7
abr-10	345,5	71,7	108,7	86,4
oct-10	786,0	180,7	384,1	157,6

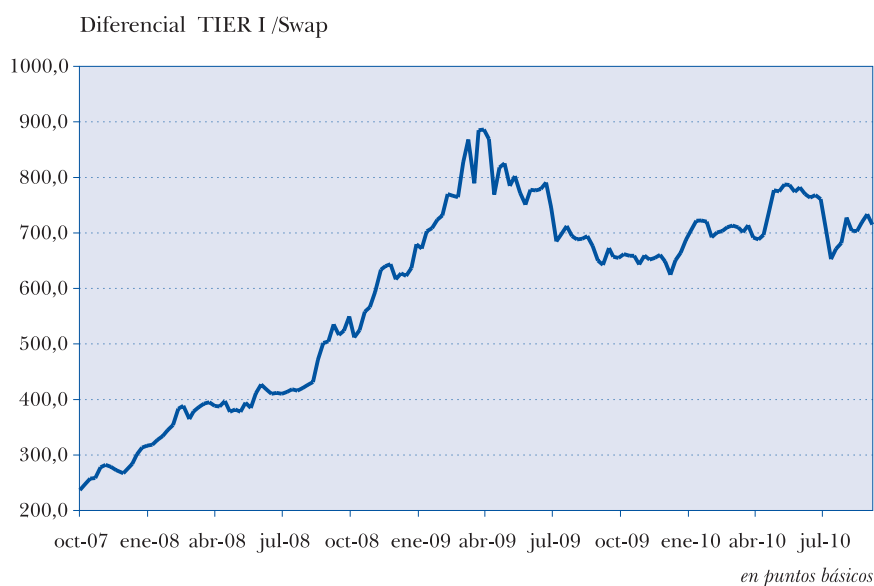
Fuente: AIAF

en puntos básicos

Igualmente, los diferenciales exigibles a la deuda privada de menor calidad, o más cercanas al «equity», crecieron de forma galopante, con el agravante de que a pesar de pagar tipos muy elevados, no se conseguía su colocación. Las partidas de participaciones preferentes u obligaciones subordinadas de mayorista que salían al mercado secundario se cotizaban con un descuento muy

importante respecto al nominal, lo cual fue aprovechado por alguna entidad, para recomprar sus títulos a mínimos históricos, de cara a su amortización. Como puede verse en el Gráfico 6, los diferenciales del papel Tier I, con calificación A-, llegaron a valores máximos en marzo de 2009, con valores que en algunos casos rondaron las 9 figuras.

### GRÁFICO 6. COTIZACIÓN DE LA DEUDA TIER I DURANTE LA CRISIS



Fuente: AIAP

### ¿HACIA DÓNDE SE DIRIGE EL MERCADO?

Los mercados estrictamente mayoristas continúan con serios desajustes. Tal y como comentamos anteriormente, el mercado de emisiones de titulización permanece cerrado, mientras que el de cédulas, ha comenzado a recuperarse a partir de mayo de 2009, debido al anuncio del plan de adquisición de bonos garantizados por parte del Eurosistema y, en el caso español, a que se mantiene la alta calidad de las garantías pese al aumento de la morosidad. Las emisiones han empezado a fluir y se puede hablar de práctica normalidad al menos en el sector de bancos. Los productos que en principio van destinados al inversor minorista tendrán distintas escenas:

*Participaciones Preferentes:* Ya hemos señalado el importante volumen colocado a lo largo de 2009 de estos productos «híbridos» entre los particulares. Sin embargo, los tipos de interés ofrecidos han sido muy superiores a los ofertados antes de la crisis. En parte, por la presión de los inversores y en parte por la mayor dureza de CNMV a la hora de autorizar las emisiones. Con alguna excepción se puede afirmar que todas estas emisiones, cuyo importe global ascendió a 13.551 millones de euros, se emitieron a tipos de interés competitivos y por tanto al precio que marcaba el mercado en cada momento. Sin embargo es un producto que va a experimentar importantes modificaciones a medio plazo.



La reforma de Basilea II sobre las necesidades de capital se plasmó en la Directiva comunitaria sobre fondos propios del 16/9/2009. Su transposición en España y los acuerdos del Comité de Basilea de septiembre de este mismo año, suponen un endurecimiento de las condiciones de estos títulos, en la medida de que, para que sean computables como recursos propios (Tier I), su capacidad para absorber pérdidas y, por tanto, la discrecionalidad en el pago de la remuneración de estos activos deberá ser plena. Es decir, se aproximarán más a la renta variable.

Las últimas decisiones de Basilea establecen que los instrumentos híbridos actualmente en circulación que no cumplan con los nuevos parámetros, irán perdiendo eficacia a partir del 1 de enero de 2013. Esto quiere decir que en algo más de dos años, las actuales participaciones preferentes sólo contabilizarán como Tier I por el 90% de su importe nominal. Dicho porcentaje irá reduciéndose progresivamente en 10 puntos cada año hasta 2022, cuando no serán computables dentro de los recursos propios.

Además, el peso de estos activos sobre el ratio de capital total bajará hasta un máximo del 25%, frente al 50% actual.

Las entidades financieras podrán recurrir a realizar ampliaciones de capital para sustituir esas disminuciones, o bien, emitir nuevos títulos que cumplan con la nueva normativa y canjear los antiguos. Lo más probable es que las entidades amorticen o canjeen las actuales preferentes cuando ya no puedan contabilizarse dentro de los recursos.

Ahora, en las preferentes españolas el abono de los intereses es obligatorio, a menos que la entidad haya registrado pérdidas en su último ejercicio fiscal. Las nuevas participaciones preferentes se parecerán a las acciones clásicas que cotizan en Bolsa, que sólo pagan el dividendo si así lo

decide la entidad. Por tanto, no podrá volver a repetirse el caso de las PPR de Castilla-La Mancha y Cajasur, donde se procedió al pago, pese a encontrarse intervenidas por el Banco de España.

Esto no quiere decir que no se puedan emitir preferentes a partir del próximo año, sino que la remuneración deberá ser más elevada (y por tanto su coste para las entidades), por cuanto el riesgo de cobro es mayor.

*Bonos subordinados:* Lo anteriormente comentado para las participaciones preferentes es aplicable a estos bonos, por cuanto las normas de Basilea también les afectan de pleno.

*Bonos simples:* Es posible que con el importante crecimiento del ahorro privado que se está detectando durante el último año, los emisores se animen a colocar algunas emisiones de estos activos, siempre y cuando los tipos de interés que se ofrezcan estén en consonancia con la situación del mercado.

*Pagarés:* Como se ha comentado anteriormente sus principales destinatarios fueron fondos y empresas, con una escasa presencia de particulares. La crisis ha hecho volver las preferencias inversoras hacia la seguridad, lo cual ha producido un desplazamiento de los flujos de ahorro desde activos a largo plazo hacia activos a corto plazo de menor riesgo y mayor liquidez.

Sin embargo, compiten directamente con los depósitos bancarios, producto que actualmente se halla en el centro una campaña de las entidades por la captación de pasivo, ofreciendo elevados tipos de interés para captar clientes. Por tanto, a corto plazo no es fácil que los pagarés se hagan un hueco como alternativa a los depósitos, porque no pueden ofrecer rentabilidades similares y porque los principales emisores son las propias entidades financieras, que en este momento no están interesadas en ello.



A medio plazo, en la medida que vayan resolviéndose los problemas de liquidez de las entidades y cese la lucha por conseguir depósitos, creemos que este tipo de activos es idóneo para el particular, por cuanto, debido a su corta duración es un producto de bajo riesgo, con rentabilidades que compiten ventajosamente con las Letras del Tesoro que, adicionalmente, puede hacerse líquido con facilidad en el secundario.

## CONCLUSIONES

A modo de resumen y conclusiones de todo lo anteriormente expuesto, se podría destacar:

- En la actualidad, el peso de la renta fija en el conjunto de la inversión directa de los particulares es escaso, debido en buena medida a la estructura y funcionamiento de los mercados de renta fija, tradicionalmente orientados a los segmentos institucionales y operados por profesionales
- Como derivada de esta situación, la información generada por los mercados internacionales de renta fija resulta difícilmente accesible para los inversores particulares, que encuentra dificultades para tomar decisiones de inversión suficientemente fundamentadas sobre estos activos.
- En este sentido, en los últimos tiempos se están creando nuevas plataformas electrónicas de negociación de renta fija específi-

camente destinadas a particulares por parte de determinados operadores de mercados. BME ha creado recientemente, a través de AIAF Mercado de Renta Fija, el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) dirigido a este tipo de inversores.

- En el mercado español han sido las participaciones preferentes las que han logrado concentrar buena parte de la presencia directa de los inversores particulares, si bien cabe señalar que existe una presencia complementaria del público minorista en la renta fija a través de la inversión colectiva.
- A medida que la cultura financiera de los inversores minoristas aumente y adquieran la suficiente notoriedad las plataformas y vehículos a través de los que invertir en renta fija se producirá un incremento de su presencia.
- Las actuales circunstancias permiten prever que aumente el esfuerzo de las entidades financieras por captar el ahorro particular y que esta tendencia se traduzca a medio plazo en un mayor número de emisiones destinadas específicamente a este segmento.

En medio de todo este proceso resulta fundamental aumentar la transparencia y fortalecer la protección al minorista. El desarrollo de las plataformas electrónicas será un factor determinante de cara a lograr estos objetivos.