



# INDUSTRIA BANCARIA Y MERCADO DE CAPITALES

Julio Alcántara Lera <sup>1</sup>

## 1. Introducción

La banca española ha jugado un papel de gran trascendencia en el desarrollo de los mercados de valores españoles. Este desarrollo se ha concentrado en menos de veinte años, básicamente como consecuencia de la Ley del mercado de Valores del año 1988, que alteró sustancialmente el panorama de los mercados de valores en nuestro país, modernizando sus instituciones y estructuras.

Desde ese momento, el sistema bancario ha dado los pasos necesarios para liderar este proceso. Se ha dicho en algún momento que la banca ha *intermediado la desintermediación*; en el caso español es muy cierto. Los bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito han sido especialmente proactivos a la hora de contribuir al crecimiento de los mercados de valores, se han convertido en proveedores de toda clase de servicios para los emisores que acuden a estos mercados a captar fondos, y constituyen un porcentaje muy elevado del volumen de negociación que tiene lugar en dichos mercados.

En este sentido, cabe precisar que en determinados ámbitos es más conocido el factor especulativo de los mercados que su función de aportar fondos para financiar proyectos. Ello es debido al fenómeno de popularización de la Bolsa al que hemos asistido en los últimos años.

La función de liquidez que aportan los mercados al conseguir casar oferta y demanda de forma eficiente, y la transparencia que a su vez aportan, al publicar un precio de referencia, son elementos sin duda imprescindibles y básicos. Sin embargo, nos interesa centrar nuestra atención en otra función no menos importante de los mercados: la canalización del ahorro hacia la inversión y el papel fundamental desempeñado por la banca y cajas de ahorro.

Es indudable que los mercados financieros, y, especialmente, el mercado de renta fija privada, han adquirido carta de naturaleza en España, incrementando su actividad de forma espectacular de tal modo que hoy resultan instrumentos imprescindibles en el proceso de articulación del ahorro y la inversión, y una fuente de financiación básica para las empresas y la economía en general.

---

1 Director General Adjunto de AIAF Mercado de Renta Fija.

## 2. Financiación neta

En la Tabla 1, se puede observar la financiación neta obtenida a través de los distintos mercados, tanto por el Tesoro Público, como por las empresas privadas.

El volumen de fondos obtenido a través del mercado de deuda privada ha sido muy elevado en los últimos años, e incluso la Bolsa ha retomado su función de mercado primario para la captación de financiación mediante las ampliaciones de capital. Mientras tanto, el Estado, pese al repunte del último año, no ha recuperado sus niveles del decenio 88/98, en que se galopaba a lomos del déficit público y el Tesoro tenía que emitir grandes volúmenes de deuda.

Los planes de estabilidad previos a la adopción del euro y la necesidad de contener y reducir el déficit público sentaron las bases para una progresiva estabilización de la actividad emisora por parte del Tesoro Público y, como fenómeno inducido, otorgaron un mayor espacio para la deuda fija privada al frenarse la oferta de deuda pública. Valga como indicador de este proceso el hecho de que, en este año, el saldo en circulación admitido a cotización en el Mercado AIAF de Renta Fija ha superado por primera vez el saldo de la deuda pública.

Por añadidura, la progresiva caída de tipos de interés abarató la financiación de los proyectos de inversión de las empresas e incentivó que éstas acudieran con mayor asiduidad al mercado de emisiones de deuda, o bien multiplicaran las solicitudes de crédito bancario. Adicionalmente, este fenómeno hizo que los inversores incrementaran su interés por la deuda privada al buscar rentabilidades y diferenciales mayores, en muchos casos con garantías próximas o similares a la deuda pública.

Tabla 1. Financiación obtenida a través de los mercados

	Ampliaciones de capital en Bolsa	Deuda del Estado (Financiación neta)	Deuda Privada (Financiación neta)
2001	9.947	1.622	21.203
2002	3.688	5.039	27.537
2003	7.478	-2.826	70.800
2004	20.094	10.019	110.282
	<b>41.207</b>	<b>13.854</b>	<b>229.822</b>

Millones de euros.  
Fuente: BME y Tesoro Público.

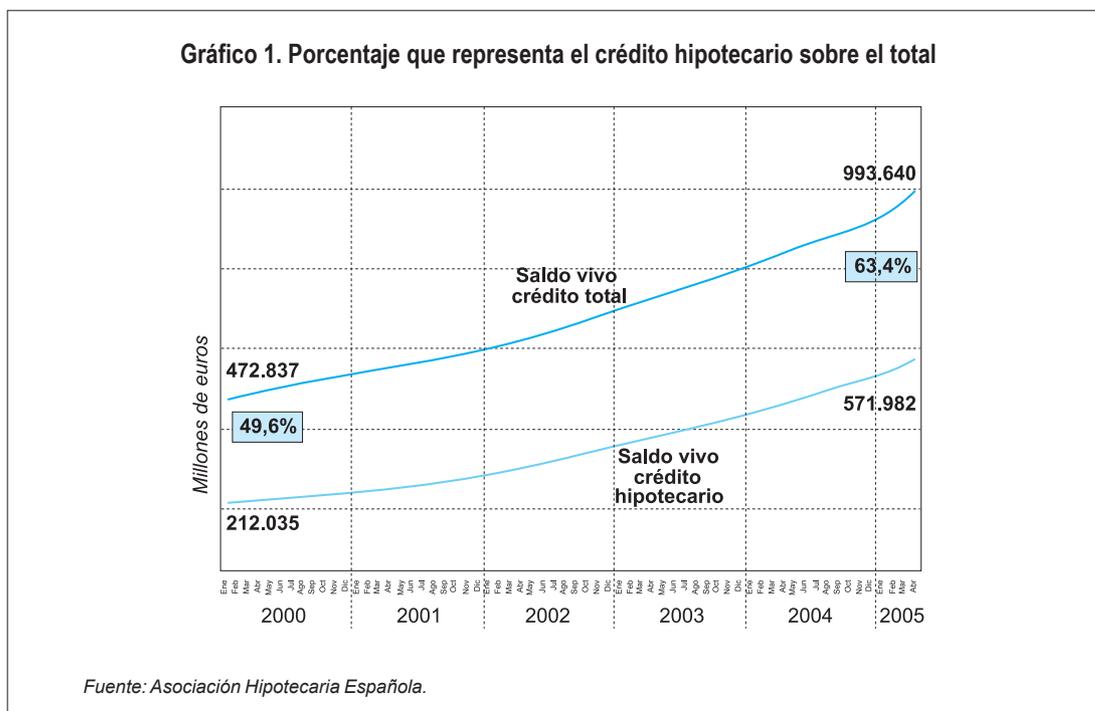


### 3. Crecimiento del crédito

Pero sin duda, el fenómeno que mayor impacto ha tenido para los mercados de capitales ha sido el fortísimo crecimiento de la demanda de crédito, asociado fundamentalmente con la construcción. No vamos a entrar aquí en los factores que han contribuido en la última década a la expansión del mercado de viviendas residenciales, puesto que ni siquiera se ponen de acuerdo los propios expertos del sector en si existe o no la llamada *burbuja inmobiliaria*. Lo opinión más extendida es que no hay que buscar un único motivo, sino que es debido a una concentración única de factores demográficos, sociológicos y de mercado.

La concesión de hipotecas para la adquisición de viviendas o para promociones residenciales es una de las áreas de negocio más extendidas dentro del modelo de banca comercial que sigue la mayor parte de las entidades de crédito españolas. En términos históricos, previamente a la llamada *guerra de las hipotecas* de los años 90, era una actividad a la que, sobre todo, prestaban atención las cajas de ahorros, debido a su marcado carácter local. Sin embargo, a partir de entonces han incrementado su presencia en este mercado otras entidades del sector bancario, aumentando con ello el nivel de competencia, lo cual ha beneficiado sin duda a los peticionarios de los créditos, y ampliándose la gama de productos ofrecidos y las estrategias comerciales de los oferentes.

En el Gráfico 1 se puede observar la evolución del crédito al sector privado residente en España, incluyendo no sólo el otorgado por bancos y cajas, sino también el resto de entidades de financiación, el cual se ha duplicado en poco más de cinco años, hasta rondar el billón de



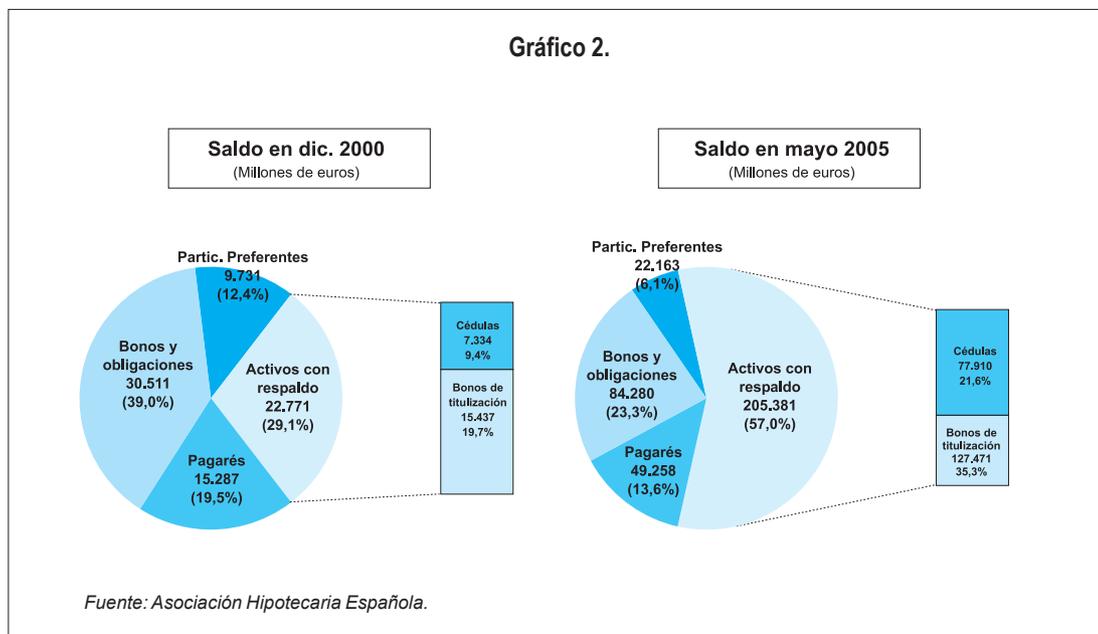
euros en la actualidad. El crecimiento relativo del crédito hipotecario ha sido mayor en ese periodo, lo que le ha permitido ganar cerca de 14 puntos de cuota.

La necesidad acuciante de bancos y cajas de captar recursos para atender este espectacular aumento del crédito en general y del hipotecario en particular, ha provocado que dichas entidades recurran a los mercados de capitales, principalmente a través de emisiones de renta fija. Este ha sido el factor determinante para que el saldo vivo en circulación del Mercado AIAF de Renta Fija se haya multiplicado por cinco desde el año 2000, hasta alcanzar los 361.000 millones de euros a finales de mayo de 2005, siendo las entidades financieras las que mayor volumen han emitido en el periodo que estamos considerando.

#### 4. Activos con respaldo

Si se estudia la evolución de la composición de este saldo a lo largo del tiempo (Gráfico 2), se puede observar cómo los activos garantizados por la cartera global de la entidad financiera (cédulas) y los bonos emitidos como consecuencia de una segregación de activos (bonos de titulización) han multiplicado su saldo en cerca de diez veces desde el año 2000, hasta superar los 200.000 millones de euros.

En estos últimos años, el volumen de cédulas emitido, bien directamente, o a través de vehículos de titulización ha superado los 125.000 millones de euros, repartidas en 63 operaciones, todas ellas calificadas como grado de inversión AA o superior.





Algunas de las mayores operaciones han sido protagonizadas por las Cajas de Ahorro de tamaño mediano y pequeño, las cuales realizan emisiones de cédulas individuales con idénticas características, que se agrupan en una titulización de elevado volumen, aunque mantiene la estructura global de una cédula única (cédulas estructuradas); alguna de estas emisiones ha llegado a alcanzar los 5.000 millones de euros y ha permitido a estas entidades acceder a una financiación a un coste bastante por debajo del que les correspondería de forma individual.

## 4.1 Titulización y cédulas

Podríamos definir la titulización como un mecanismo para conseguir transformar los activos tradicionales del balance de una entidad en valores susceptibles de ser negociados en mercados secundarios. Estos valores facilitan el acceso a financiación, mediante un vehículo conocido como fondo de titulización. La entidad que desea financiarse cede los activos al fondo, que carece de personalidad jurídica y está administrado por una sociedad gestora. A su vez, el fondo emite los valores respaldados por los activos adquiridos, no por la solvencia de la entidad cedente. Se establecen por cuenta del fondo las operaciones financieras denominadas mejoras crediticias, necesarias para obtener un *rating* más elevado.

Los tenedores de los bonos de titulización están sometidos a una serie de riesgos, como son el riesgo de impago de los derechos devengados por los activos cedidos al fondo y el riesgo de amortización anticipada de los activos cedidos, puesto que, en cada fecha de pago, los titulares de los bonos pueden soportar la amortización parcial de los mismos.

Resumiendo, las partes que intervienen son el generador (la sociedad o entidad financiera que cede los créditos y constituye el fondo), el vehículo y su entidad gestora (dado que el fondo carece de personalidad jurídica) y los tenedores de los valores emitidos, quedando todos ellos sujetos a supervisión por la CNMV. En el Anexo 1, al final de este artículo, puede verse un esquema completo de una operación de titulización, con el papel desempeñado por cada una de las partes.

Las operaciones de titulización hace tiempo que han dejado de verse en España como fórmulas sofisticadas de financiación. Su uso durante más de veinte años por parte de las entidades de crédito de los países anglosajones y el proceso de desintermediación que conlleva se ha revelado muy ventajoso, no sólo para dichas entidades, sino también para los destinatarios finales de la actividad crediticia y, por supuesto, para el mercado de valores. La titulización permite la disminución del volumen de provisiones, tanto las de carácter genérico, que dependen del tipo de activo sobre el que se ha realizado la operación, como las específicas para cubrir la morosidad.

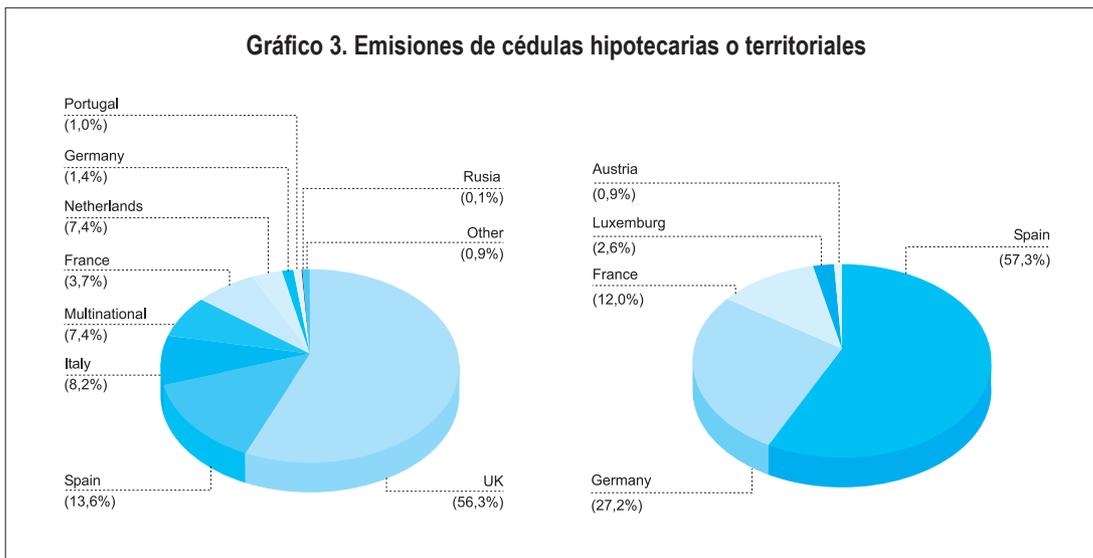
La actividad de titulización por parte de Bancos y Cajas ha incrementado la oferta de títulos de renta fija emitidos y negociados en nuestro país, generando un incremento de la gama de productos a largo plazo de alta calidad crediticia a disposición de los grandes inversores institucionales -fondos de pensiones, fondos de inversión y compañías de seguro- para la gestión de sus carteras.

Además estos activos pueden ser utilizados como garantía de bancos y cajas en sus operaciones monetarias con el Banco Central Europeo, el cual requiere para las subastas semanales que dotan de liquidez al sistema que las operaciones de compraventa estén respaldadas por activos con garantía suficiente. Los instrumentos de renta fija tipo *Pfandbrief* y cédulas han venido a cubrir el déficit de activos negociables que ha dejado la deuda pública. En diciembre del último año, los activos admitidos como garantía en la lista *uno* del Banco se situaron en 7,7 billones de euros. En su mayoría (un 54%) fueron deuda pública, aunque muy lejos de la anterior década, donde cubrían casi el 100%. El 28% correspondió a los activos de renta fija citados, emitidos ambos por entidades de crédito y todos con garantía AA ó AAA; pero también señala el BCE en su memoria anual el fuerte aumento que están experimentando los bonos de titulización como colateral de las operaciones de liquidez del sistema bancario.

Por otra parte, la titulización se ha convertido en un eficaz canal para la financiación de las pequeñas y medianas empresas, en especial a través de los FTPYMES, que permiten titular los créditos que las entidades bancarias conceden a las PYMES, directamente o con fondos ICO. En el año pasado las admisiones en el Mercado AIAF de este tipo de emisiones superaron los 9.400 millones de euros, cantidad superior a la suma de los anteriores cuatro años.

## 4.2 Nivel europeo

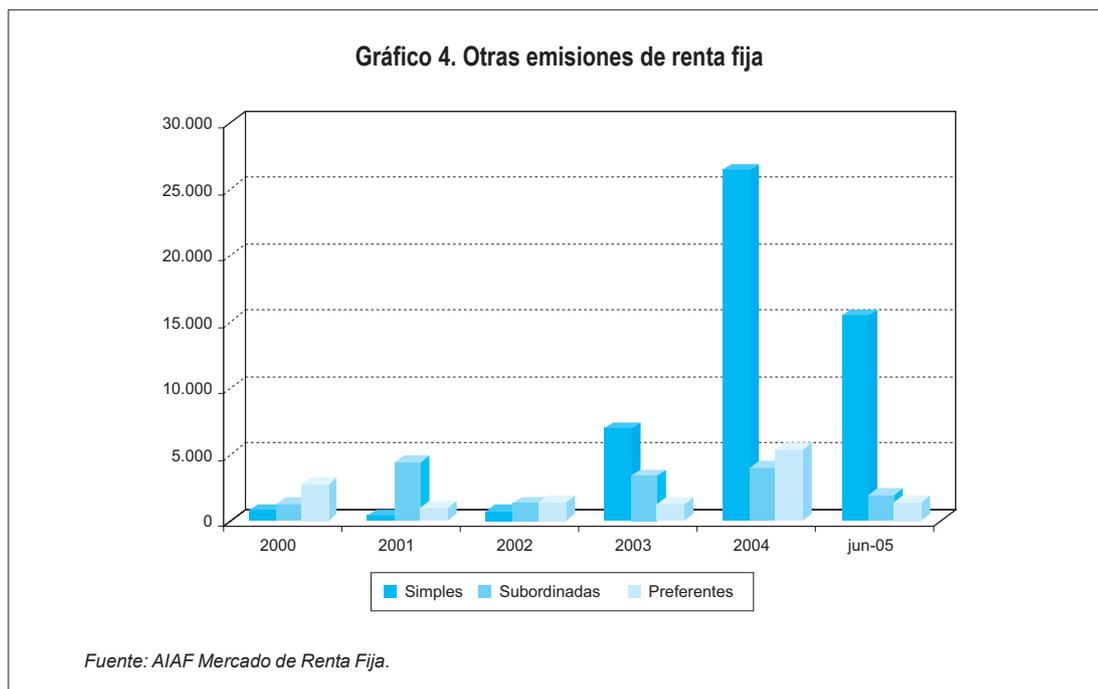
Como consecuencia de esta intensa actividad emisora, el mercado español de títulos con respaldo se ha posicionado en el grupo de cabeza, dentro del conjunto europeo, por delante incluso de países como Francia o Italia con mayor PIB que el nuestro. Según los datos del European Securitisation Forum, referidos al primer trimestre de 2005, en el ámbito de las titulizaciones tradicionales, hipotecarias –MBS, mortgage backed securities en terminología anglosajona- o de activos –ABS, assets backed securities- nos colocamos detrás de Reino Unido (Gráfico 3); en cuanto a las emisiones de cédulas hipotecarias o territoriales, España ocupa el primer lugar europeo, aportando más de la mitad de las emisiones de estas características y superando al enorme mercado *Pfandbrief* alemán.



## 5. Otros activos a largo plazo

Las entidades financieras también recurrieron a la emisión de otro tipo de títulos para cubrir sus necesidades de financiación (Gráfico 4). En lo que se refiere a bonos y obligaciones, desde 2000 se emitieron en el Mercado AIAF más de 67.000 millones de euros, de los cuales una cuarta parte (16.500 millones) fueron subordinados. Otro producto utilizado han sido las participaciones preferentes, un activo perpetuo de renta fija subordinada pero que participa de la categoría de recursos propios, del que durante el periodo analizado se emitieron un total de 13.420 millones de euros. Al tratarse de colocaciones que se han realizado a través de la red de sucursales bancarias, su distribución está muy diseminada, principalmente entre particulares, con pequeños importes. Esto tiene mucha influencia en el mercado secundario, pues genera gran número de operaciones de inversión/desinversión a través de la operativa de las entidades con sus clientes, hasta tal punto de sumar unas 260.000 operaciones, la mitad de las operaciones del Mercado AIAF, lo que convierte a estos activos en los de mayor frecuencia de cotización.

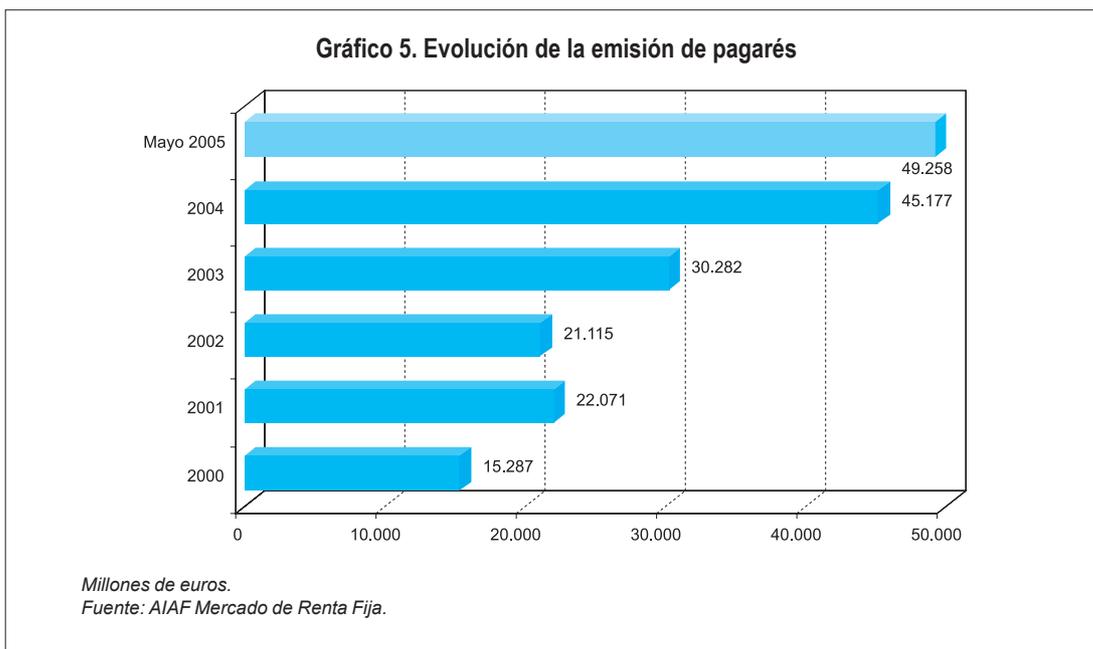
La emisión de papel a medio y largo plazo ha sido, sin duda, la actividad que más fondos ha permitido captar a los bancos y cajas en los mercados a lo largo de los últimos años y, como puede observarse en el Anexo 2 al final del presente escrito, ha sido el sector que más volumen de emisiones aportó al Mercado AIAF de Renta Fija, pero no ha sido la única fuente de financiación para estas entidades. El proceso de crecimiento por la vía del pasivo tradicional ha sido importante, en especial con las campañas protagonizadas por los grandes bancos para la colocación de depósitos garantizados, pero no ha sido suficiente para cubrir el fuerte aumento de la demanda de crédito. Las entidades financieras reservaron las emisiones a medio y largo plazo para la financiación de créditos y recurrieron a la emisión de pagarés para atender las necesidades de sus clientes y colocar las puntas de tesorería de las empresas y fondos.



## 6. Pagarés

El mercado de pagarés, que había estado tradicionalmente concentrado en los emisores no financieros, como RENFE, compañías eléctricas y Telefónica, recibió un fuerte impulso a finales del año 1998, con el Real Decreto 2717/1998, de 18 de diciembre, que eximía de retención cuando el tenedor fuera un sujeto pasivo sometido al impuesto de sociedades y los pagarés estuvieran representados en anotaciones en cuenta y cotizasen en un mercado regulado español. Esto permitió a numerosas entidades financieras que mantenían los llamados eurodepósitos en el extranjero, precisamente para evitar dicha retención, cambiar los depósitos según iban venciendo, por pagarés emitidos a medida de los excedentes de tesorería del cliente, de tal forma que las emisiones brutas de estos instrumentos se multiplicaron por 8 en tan sólo un año.

Desde la fecha mencionada, como puede apreciarse en el Gráfico 5, el mercado de pagarés ha ido creciendo de forma constante, tanto en saldo en circulación, como en nuevos emisores, donde se alcanzan ya los 60 programas de emisión activos, que principalmente corresponden a entidades financieras. Los programas de emisión deben ser autorizados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y en ellos, además de dar información acerca del emisor, se fija el volumen que como máximo puede tener vivo en cada momento, la forma de emisión –por subasta o adjudicación- y el intervalo de vencimientos entre los que la entidad se compromete a emitir.



En parte motivado por los bajos tipos de interés actuales y al tratarse de activos monetarios que se emiten con vencimientos muy reducidos -por debajo incluso de los siete días- la rotación es muy alta, de forma que se eleva notablemente el volumen de emisiones brutas; el pasado año superaron los 212.000 millones de euros, con un crecimiento del 35,5% respecto al años anterior, aunque en términos de saldo en circulación todavía se encuentra lejos de los activos a medio y largo plazo, como puede verse en el Anexo 3, incluido al final del artículo.

## 7. Renta variable

La banca ha reservado sus apelaciones al mercado de renta variable para aquellos casos en que ha sido necesario debido a operaciones de cierta entidad, en concreto, cuando se trata de la absorción de otra entidad, bien mediante contraprestación monetaria, o bien mediante canje de acciones nuevas, emitidas con esa finalidad y a cuyo derecho preferente de suscripción han renunciado previamente los antiguos accionistas. A lo largo del año 2004, de los más de 20.000 millones de euros que reflejaba la Tabla 1 al comienzo de este artículo, la Banca ha obtenido el 90 % de dichos recursos a través de diversas operaciones.

La primera de ellas fue protagonizada por BBVA en febrero, por importe de casi 2.000 millones de euros para la adquisición de la entidad financiera mexicana Bancomer; en marzo, Banco Sabadell adquirió Banco Atlántico en una operación valorada en millones de euros y finalmente, en el pasado mes de noviembre la compra de Abbey Bank por parte de Banco Santander, mediante canje de acciones, generó una operación de 13.358 millones de euros, que se captaron en el mercado.

## 8. Concentración de Mercados

Para finalizar, no se puede olvidar la especial importancia y el protagonismo que han tenido bancos y cajas como principales accionistas en todo el reciente proceso de integración de los Mercados españoles para llegar a su configuración actual. En el verano del año 2002 se crea la sociedad holding Bolsas y Mercados Españoles, que integra la totalidad de mercados y sistemas de registro, compensación y liquidación de nuestro país y se culmina un proceso que se inició en octubre del año anterior con la constitución de Mercados Financieros, una sociedad que agrupaba el mercado de futuros y opciones MEFF, el Mercado AIAF de Renta Fija privada y la plataforma SENAF de negociación de deuda pública. Eran los mercados más jóvenes los que tomaban la iniciativa, toda vez que desde su nacimiento contaban con un accionariado común, fundamentalmente bancario y era más sencillo promover el canje de títulos. Las Bolsas por el contrario, debido a su estructura, necesitaron de un proceso de desmutualización que diera paso a una estructura societaria tradicional. A su vez, el Banco de España aportó la Central de Anotaciones, sistema de compensación y liquidación para la renta fija que se integró con el correspondiente para la renta variable (SCLV).

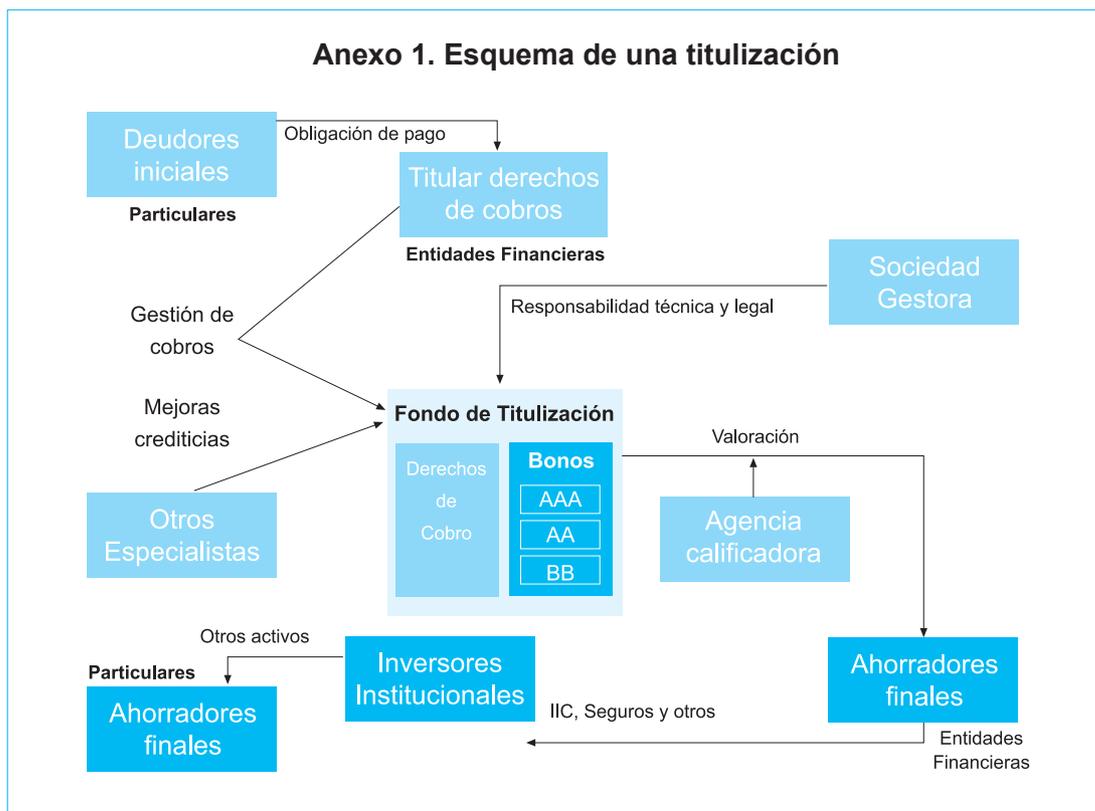
Así, el día 1 de agosto de 2002 se firma la escritura pública mediante la que Bolsas y Mercados Españoles realiza un aumento de capital social con el que, mediante el canje de acciones oportuno y unas transmisiones posteriores, pasa a ser titular de las siete sociedades que se relacionan:

- FC&M, Sociedad Rectora del Mercado de Futuros y Opciones sobre Cítricos, S.A.
- MEFF AIAF SENAF Holding de Mercados Financieros, S.A.
- Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A., que posteriormente sería sustituido por IBERCLEAR, resultado de la integración de los sistemas del SLCV y de CADE.
- Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Barcelona, S.A.
- Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Bilbao, S.A.
- Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Valencia, S.A.
- Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, S.A.

Se constituye de esta forma el cuarto mercado europeo en el que como accionistas figuran las principales entidades financieras españolas y extranjeras con actividad en nuestro país, uno de cuyos objetivos, al igual que han hecho los principales mercados europeos, es su salida a cotización en el mercado bursátil y la puesta en valor de su capital, que según las primeras estimaciones podría superar los 1.000 millones de euros.



### Anexo 1. Esquema de una titulación

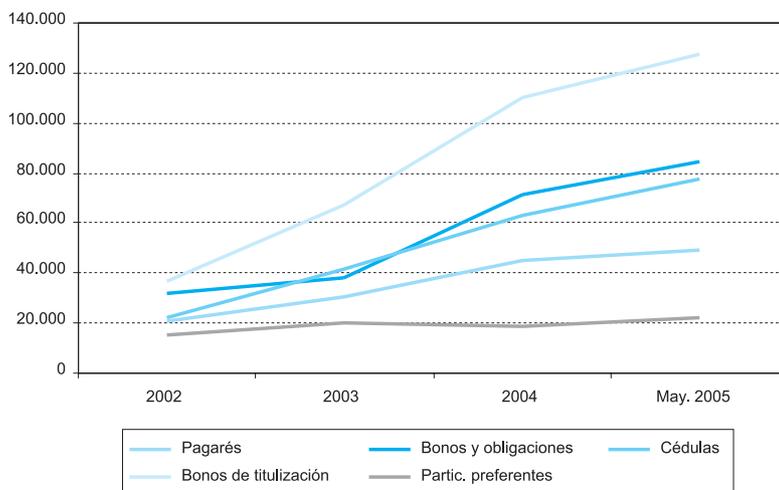


### Anexo 2. Emisiones a medio y largo plazo en AIAF

Sector	2004	2003	Inc. 20004/2003	2004 % total
No Financiero	1 Energía y Agua	0,00	2.109,24	0,0%
	2 Petróleos	0,00	350,00	0,0%
	6 Metal Mecánica	60,00	0,00	0,1%
	7 Alimentación	200,00	70,00	186,0%
	9 Inmobiliarias	0,00	30,00	0,0%
	10 Transportes y comunicaciones	1.228,14	2.000,00	-39,0%
Financiero	12 Bancos y cajas	53.896,98	29.178,59	85,0%
	16 Entidades de Financiación	58.379,01	36.649,20	59,0%
Público	19 Comunidades Autónomas	0,00	75,00	0,0%
	20 Corporaciones locales	249,67	195,38	28,0%
	22 Entidades estatales	2.050,00	650,00	215,0%
<b>Total</b>	<b>116.063,80</b>	<b>71.307,41</b>	<b>62,8%</b>	<b>100,0%</b>

Admisiones de M y LP distribución por sectores año 2004. Millones de euros.

### Anexo 3. Emisiones a medio y largo plazo en AIAF



Fuente: AIAF Mercado de Renta Fija.

## Fuentes

- Balances AEB y CECA.
- AIAF Mercado de Renta Fija.
- Asociación hipotecaria Española.
- *Informe del Mercado 2004*. Bolsas y Mercados Españoles.
- *Informe anual 2004*. Banco Central Europeo.
- *Memoria de la supervisión bancaria en España*. Banco de España.
- *Evolución del proceso de titulización en España*. Susana Blanco García y Pedro Carvajal Molina.
- *Noticias Jurídicas*. Jorge Vázquez Orgaz.
- *Data Report Spring 2005*. European Securitisation Forum.