

CRITERIOS PARA LA ORGANIZACION DEL MERCADO DE DEUDA PUBLICA ANOTADA*

José PEREZ FERNANDEZ

La publicación reciente de las disposiciones que establecen un sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, que será extensivo al conjunto de las emisiones realizadas por el Tesoro público, ha sentado las bases para la organización de un mercado de deuda pública anotada dotado de la amplitud, profundidad y flexibilidad necesarias para facilitar la financiación del déficit del Estado y la renovación de la deuda a medida que vence.

Un mercado de esas características no sólo resulta crucial para financiar el déficit del Estado con el menor coste para el contribuyente y sin que ello requiera la utilización creciente de los coeficientes obligatorios, sino que se sitúa además en condiciones de desempeñar un papel único y fundamental para el desarrollo de todo el sistema financiero.

En diversas ocasiones se han puesto de manifiesto las ventajas que pueden derivarse de unos mercados de deuda pública sustentados por la emisión regular de un conjunto diverso de vencimientos y dotados de una gran liquidez. El atractivo de estos valores para un grupo extenso de inversores, como medio de equilibrar sus carteras y de disponer de activos rentables muy cercanos al dinero, convierte a sus mercados en eje básico para el arbitraje y la formación de la estructura de tipos de interés de la economía y en lugar ideal para la instrumentación de las políticas monetarias y financieras.

Por ello, tras la experiencia acumulada en el desarrollo del mercado de pagarés del Tesoro, y después de analizar el funcionamiento de otros mercados de deuda pública, las autoridades españolas han emprendido un conjunto de iniciativas dirigidas a crear un nuevo mercado de deuda más eficiente, más seguro y más acorde con los avances de la tecnología y con los otros cambios registrados en los mercados monetarios y financieros.

El estudio y la reflexión sobre el desarrollo de nuestros mercados de deuda pública en el último lustro y la experiencia de otros países sugieren que, en términos generales, son cuatro los grandes pilares sobre los que deberá alzarse dicho mercado. En primer lugar, una política de emisiones sistemática basada en un conjunto simple y bien reglado de instrumentos, ofrecidos de forma regular mediante técnicas de colocación rigurosas, sostenidas y creíbles. En segundo lugar, un sistema de anotaciones en cuenta que provea a los participantes en este mercado de un método eficiente para poseer y negociar deuda pública, así como de un sistema de compensación y liquidación de las transacciones barato, rápido y seguro. En tercer lugar, una estructura de mercado flexible, que proporcione una liquidez muy elevada a la deuda pública y asegure una formación eficiente de precios. Y en cuarto lugar, pero no el último, un conjunto de regulaciones adecuadas para garantizar la solidez de las operaciones y proteger los intereses de los inversores, sin obstaculizar un desarrollo dinámico del mercado.

Una vez expuestas las características más importantes del sistema de anotaciones en cuenta en el trabajo precedente, se tratan aquí los aspectos relativos a la organización del mercado y los criterios básicos para su regulación.

* * *

La organización del nuevo mercado de deuda pública anotada parte de la experiencia sobre el funcionamiento de nuestros mercados monetarios y de valores, y pretende beneficiarse de los avances tecnológicos en el campo de las telecomunicaciones y en el tratamiento de grandes masas de datos, que, aplicados a los mercados de valores, facilitan la difusión de precios y la negociación, proporcionan base firme para la supervisión y contribuyen a la mayor integración de los mercados.

Por ello, se ha optado por un modelo complejo y descentralizado en el que la contratación se desarrolla tanto dentro como fuera de las Bolsas; capaz de atraer al mayor número posible de participantes e intermediarios; presto para adaptarse con facilidad a las circunstancias rápidamente cambiantes de los mercados financieros, y dotado, en fin, de mecanismos de regulación y supervisión adecuados para proteger los intereses de los inversores.

Los *participantes* en el mercado de deuda pública anotada son, por una parte, el Tesoro y el Banco de España; por otra, los inversores finales, y, situado entre ambos, un amplio grupo de intermediarios financieros con funciones ya sean de negociantes o bien de mediadores puros.

El *Tesoro* fija, como emisor, las características y frecuencia de las emisiones, elige el procedimiento de colocación, decide la cantidad a colocar y, en su caso, resuelve las subastas, establece las formas de representación de la deuda y ejerce funciones de regulación del mercado.

Es evidente que los mercados de deuda pública derivan su importancia de la necesidad de financiar un déficit elevado y persistente que requiere una presencia asidua y regular del Tesoro en los mercados de fondos de préstamos. Pero con frecuencia se olvida que las características de la política de emisión del Tesoro son de gran relevancia para la formación y desarrollo del mercado de deuda. La oferta regular de un conjunto simple y bien identificado de instrumentos de calidad, que cubran una gama diversa de vencimientos, es pieza básica para lograr un mercado amplio y profundo. En la medida en que la emisión se hiciera por subastas, con calendarios fijos y, a ser posible, por cantidades anunciadas —de manera que su realización y cuantía no se vea afectada sustancialmente por las condiciones que prevalezcan en los mercados—, se lograría reducir incertidumbres, se favorecería la formación de un grupo de instituciones especializadas que trabajen en íntima relación con el emisor, se abaratarían a medio plazo los fondos en un mercado eficiente —a cuya formación se contribuiría— y se ayudaría a estabilizar su funcionamiento.

Por ello, el completar los pasos emprendidos para definir un conjunto estable de instrumentos y regularizar la política de emisiones resulta fundamental para el desarrollo del mercado, como también habrá de serlo la clarificación posterior de la forma de instrumentar el control monetario y el papel que desempeñe el Banco

de España para facilitar un desarrollo ordenado del mercado.

El papel del *Banco de España* en el nuevo mercado es diverso. En primer lugar, como agente del Tesoro, se ocupa de los aspectos operativos de la emisión, de los pagos de intereses y de la amortización. En segundo lugar, gestiona la Central de Anotaciones y ejecuta las transferencias de valores y efectivo ordenadas por los titulares de cuentas de deuda anotada a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero. En tercer lugar, supervisa el conjunto del sistema, de manera que quede garantizada la existencia de unos registros apropiados de las transacciones y de la propiedad de los derechos; vigila las prácticas de negociación, compensación y liquidación para proteger los intereses de los inversores, y vela por la solidez y solvencia de los intermediarios. Y, en cuarto lugar, participa directamente en la negociación, bien para instrumentar el control monetario o bien para velar por una evolución ordenada del propio mercado de deuda.

Esta multiplicidad de tareas otorga al Banco de España un papel muy relevante en la organización y desarrollo del mercado y fortalece su función de asesor y agente del Tesoro. Con todo, conviene subrayar la importancia que tendría una orientación plena de la instrumentación de la política monetaria hacia operaciones de mercado abierto, tanto para la flexibilidad y eficacia de la misma como para la amplitud y profundidad de los mercados de deuda.

En cuanto a los *inversores*, la organización del mercado propuesta reconoce la existencia de dos grandes grupos: uno de inversores institucionales muy activos en los mercados, ya sea tomando posiciones directas o bien proporcionando financiación por grandes importes, como es el caso de los distintos intermediarios financieros —entidades de depósitos, compañías de seguros, fondos de pensiones, etc.—, y otro de inversores finales más pequeños individualmente y menos activos en los mercados secundarios, como es el caso de las familias y empresas no financieras, que, en conjunto, ostentarán en firme o financiarán mediante compraventas con compromiso de reventa un porcentaje muy elevado de los saldos en circulación. Todos ellos podrán acudir a las subastas de emisión directamente o a través de los negociantes de deuda.

En la organización del mercado de deuda pública —y en particular en el funcionamiento del mercado secundario— se otorga un papel fundamental a un amplio grupo de *entidades e intermediarios financieros* dispuestos a actuar

como vínculo entre el Tesoro y el Banco de España por un lado y los inversores finales por otro.

Algunas, las denominadas *entidades gestoras* de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, actuarán como negociantes, comprando y vendiendo valores, bien en nombre propio o bien actuando como agentes —esto es, como *broker-dealers* en la terminología anglosajona— y, en general, mantendrán una relación regular con los inversores a través de una red comercial estable. La multiplicidad de funciones que otorga la normativa vigente a las entidades gestoras permite que éstas orienten su actividad en el mercado de acuerdo con su vocación y capacidad, de modo que puedan desarrollar tanto tareas especializadas —de custodia, de compensación, de mediación por lo mejor, de negociación en el mercado mayorista o de comercialización al por menor, ya sea en un extremo del mercado o bien a lo ancho del mismo— como el conjunto de todas ellas de forma integrada. Un núcleo de estas entidades debería actuar, en particular, como *creadores de mercado*, mediante el compromiso de cotizar continuamente precios comprador y vendedor con el fin de proporcionar contrapartida al resto, para lo que deberían disponer de facilidades adecuadas para dar liquidez al mercado, formar precios y arbitrar entre los distintos segmentos del mercado o a través del tiempo.

Otros intermediarios financieros —*corredores* de deuda pública, mediadores oficiales y mediadores del mercado monetario— desempeñarán funciones exclusivas de agentes —casando operaciones sin tomar posiciones por cuenta propia— con el fin de facilitar la búsqueda de contrapartidas y contribuir a la mayor integración del mercado. Esta tarea se vería facilitada por la existencia de redes comerciales de difusión de cotizaciones y por los sistemas de contratación con apoyo informático que puedan organizar los corredores especializados, las Bolsas de Comercio o una agrupación de negociantes de deuda.

Para entender mejor el papel de estas entidades y el *funcionamiento del mercado* conviene resaltar que el modelo elegido es básicamente uno denominado habitualmente como mercado de *dealers*, es decir, de negociantes. Esta es, *grosso modo*, la organización de mercado que ha caracterizado el mercado de pagarés del Tesoro y, sobre todo, es la que caracteriza a los mercados de deuda pública más desarrollados.

En ellos, la estabilidad de precios y la liquidez del mercado aparecen garantizadas por un gru-

po de entidades —los negociantes de deuda— dispuestos a hacer mercado, cotizando precios de oferta y demanda a los que se comprometen a operar. En esta clase de mercados se asegura, sobre todo, una pronta realización de las operaciones, en la medida en que los inversores encuentran siempre alguien dispuesto a comprar o vender a los precios que coticen.

En un mercado descentralizado será frecuente que los negociantes no coticen precios idénticos, porque diferirán en cuanto a la valoración de cada emisión o porque tendrán distintas carteras. Por ello, los inversores deberán efectuar cierta labor de búsqueda y confrontación de precios. Y cuanto más fácil resulte esta tarea mayor será la probabilidad de que la contratación se ejecute al mejor precio y, en definitiva, mayor será la integración del mercado (1).

La liquidez proporcionada a través de estos mercados se ha enfrentado por ello, tradicionalmente, con problemas de fragmentación; de hecho, en condiciones extremas que limiten la competencia o en las que tiendan a formarse relaciones de clientela, llegarían a tenerse diversos mercados con distintos precios —tantos como negociantes—, en la medida en que la inhibición de los clientes o los elevados costes de búsqueda impidieran la integración del mercado en torno a un solo precio.

Ahora bien, en un mercado competitivo, dicha fragmentación no se producirá en la medida en que surjan entidades especializadas en la búsqueda y confrontación de precios —como es el caso de las empresas de corretaje—, en la medida en que aparezcan firmas dedicadas a la difusión de cotizaciones indicativas a través de redes de telecomunicación y en la medida en que se organicen, en fin, sistemas de negociación apoyados en medios informáticos que aseguren la concurrencia de los negociantes y el cierre de operaciones al mejor precio. Estos últimos, cuando se organizan como sistemas de cotización en firme por órdenes limitadas, se convierten, en definitiva, en sistemas de subasta que recogen todas las ventajas de un mercado de *dealers* —la liquidez— y de un mercado de subastas, ya sean por sesiones o ya sean continuas.

De ahí que convenga subrayar la importancia de los mediadores y de los sistemas de cotización o de difusión de precios para asegurar la eficiencia y la integración del mercado.

El papel desempeñado por los mediadores del mercado monetario y por las empresas de difusión de información en los mercados de

pagarés del Tesoro ha sido muy importante, y probablemente seguirá siendo relevante en el segmento institucional del mercado de deuda pública anotada organizado en torno al Servicio Telefónico. La obligación de cotizar precios que adquieran las entidades gestoras y, en particular, los creadores de mercado —a través de redes propias o a través de redes organizadas— facilitará dicha tarea y reducirá los costes de búsqueda.

El conjunto de los inversores seguirá beneficiándose del papel de los mediadores oficiales, que habrán de desenvolverse en condiciones competitivas. La tarea de búsqueda de contrapartidas, confrontación de precios y ejecución por lo mejor podría verse facilitada por sistemas que asegurasen la concurrencia de especialistas dispuestos a dar contrapartidas a oferentes y demandantes.

La organización de un sistema de cotización y contratación por las Bolsas de valores ayudaría, así, a mejorar la fluidez y eficiencia del mercado. Con independencia de que sigan existiendo corros bursátiles en los que continúen negociándose picos, sería importante que se organizara en las Bolsas de Comercio un mercado continuo de deuda pública anotada en el que, junto a los agentes de Bolsa individuales —que actúen de mediadores puros— y a las sociedades instrumentales o sociedades del mercado de valores —que actúen como entidades gestoras— se integraran como miembros los creadores de mercado dispuestos a dar contrapartida en el mismo. La puesta en funcionamiento de un sistema de contratación asistida por ordenador aparece como un elemento importante para el funcionamiento del mercado que asegure la concurrencia y la integración del mismo. Y por ello está prevista, en principio, la organización por las Bolsas de un sistema de negociación y los procesos de compensación y establecimiento de saldos oportunos para su liquidación.

Además de este sistema —o del que, en su defecto, pudiera organizar una agrupación de negociantes—, hay que subrayar la importancia que para la liquidez y eficiencia del sistema va a implicar la existencia, desde un primer momento, *de un mercado de grandes partidas negociadas entre creadores de mercado* (o entre entidades gestoras), de modo que se asegure el anonimato de las partes. Este fragmento mayorista del mercado va a ser crucial tanto para incrementar la liquidez como para garantizar la formación eficiente de precios de referencia y contribuir a la integración del mercado.

Para ello, un grupo reducido de corredores es-

pecializados —los corredores entre negociantes de deuda anotada— instalarán redes informáticas propias para la difusión instantánea —por pantallas de video— de los mejores precios comprador o vendedor cotizados por los creadores de mercado y de las cantidades propuestas, ejecutando las operaciones por teléfono según prioridad de llegada y llamando el nombre de las partes. Con este fin, dichos corredores tendrán acceso al Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, al que comunicarán los detalles de la operación, que será ejecutada tras confirmación separada de cada una de las partes; en el caso de que fallara una de ellas, el corredor deberá asegurar la ejecución aportando la contrapartida necesaria y cargando con las pérdidas en su caso.

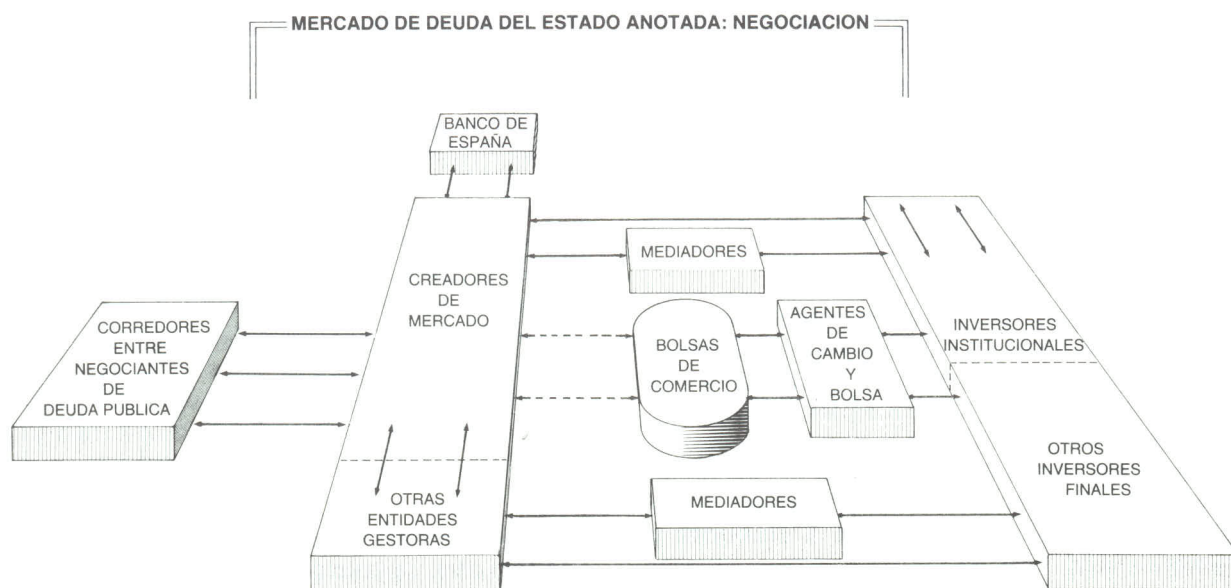
La posibilidad de cerrar instantáneamente, una tras otra, operaciones a precios anunciados en firme, sin desvelar el nombre a la otra parte y sabiendo que se liquidará rápidamente —en el mismo día— dotará a este núcleo central del mercado de la capacidad para realizar operaciones por grandes importes, imprescindible para recomponer posiciones y para el desempeño de la actividad de los creadores de mercado. Ello aumentará la liquidez general del mercado de deuda y reducirá los costes de mediación.

Además, la ejecución al mejor precio y por orden de llegada son características del proceso de contratación propias de un sistema de subasta, lo que garantizará una formación eficiente de precios y contribuirá a la integración del mercado. Estos precios se convertirán, de hecho, en punto de referencia para la negociación entre las entidades gestoras y sus clientes; máxime cuando la difusión de los precios e importes negociados quedará asegurada por el Banco de España, que lo hará varias veces —en principio, cada hora— a lo largo de cada jornada.

Este sistema de cotización y negociación entre los creadores de mercado; la obligación que tendrán éstos —y, en menor medida, las restantes entidades gestoras— de cotizar precios a sus clientes, bien directamente o bien a través de redes organizadas; la organización por las Bolsas de un sistema de negociación asistida por ordenador, y otros de este tipo que pudieran llegar a organizarse, aparecen, por tanto, como elementos básicos del proceso de formación de precios que asegurarían una gran integración del mercado.

El esquema adjunto proporciona un *resumen* de lo que podría ser la negociación en el mercado de deuda anotada. Como se pone de manifiesto a continuación, subsisten algunas cuestio-

ESQUEMA N.º 1



nes —formación del núcleo de creadores de mercado, acceso a la red de corredores entre negociantes de deuda anotada, carácter de las facilidades a proporcionar a los inversores institucionales y organización del sistema bursátil— de gran trascendencia para el funcionamiento y desarrollo del mercado. No obstante, los elementos básicos ya existentes y aquellos otros en ciernes contribuirán probablemente a la liquidez de la deuda y a facilitar una formación bastante eficiente de precios.

La protección de los inversores exige, finalmente, un sistema de supervisión de prácticas comerciales que efectuarán el Banco de España y las Bolsas de Comercio. Los detalles de las operaciones realizadas fuera de las Bolsas entre las entidades gestoras y sus clientes serán remitidos regularmente al Banco de España para su examen. Y las cifras agregadas relativas a importes negociados, precios medios y desviaciones respecto a los mismos serán finalmente difundidas por el Banco de manera inmediata.

* * *

Antes de seguir adelante conviene hacer referencia a tres de las cuestiones polémicas cuya solución reviste gran importancia para el funcionamiento y desarrollo del mercado: primero, la formación de un núcleo de entidades gestoras —que desempeñen la tarea de creadores de mercado— con compromisos específicos de cotizar en todo momento una gama amplia de valores a un grupo diverso de inversores; segundo, la conveniencia de que los inversores institucionales tengan acceso directo a la titularidad

de cuentas en la Central de Anotaciones y a los procesos de ejecución, compensación y liquidación del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, y tercero, el grado de apertura del sistema de información y negociación organizado por los corredores especializados de deuda.

En relación al primero, conviene reseñar que existen tres alternativas: *a)* exigir a todas las entidades gestoras que coticen continuamente precios comprador-vendedor en una gama amplia de valores; *b)* no imponer esta obligación en absoluto y dejar que surja espontáneamente, en su caso, un grupo de entidades dispuestas a hacerlo, y *c)* estimular la formación de un núcleo central de entidades gestoras que actúen como creadores de mercado y exigir unos compromisos más reducidos de cotización a las restantes.

Es bien conocido que la alternativa *b)* fue la escogida en el caso del mercado de pagarés del Tesoro, y de todos es sabido que los tímidos intentos de algunas entidades delegadas de cotizar precios comprador-vendedor no prosperaron. La existencia de un grupo significativo de entidades que aseguren la fluidez y estabilidad de la negociación es, sin embargo, un elemento fundamental del esquema de mercado descentralizado antes expuesto —especialmente en el segmento de mercado correspondiente a la deuda a medio y largo plazo y cuando se negocia en fechas distantes de la emisión—, por lo que esta vez es preciso asegurar su presencia desde el comienzo de la andadura del nuevo mercado. Esto conviene hacerlo sin forzar —como ocurre en la alternativa *a)*— al grupo más amplio de

entidades gestoras, que o bien no dispongan de organización ni recursos de capital suficiente para hacerlo, o bien deseen desempeñar algunas tareas específicas —distribución, mediación para sus clientes, negociación ocasional en una gama reducida de valores, etc. Por el contrario, la alternativa *c*) cuenta con la ventaja de asegurar la liquidez y estabilidad de precios deseada mediante un esquema institucional más flexible que *a*) y más sólido y seguro que *b*). La existencia, junto a los creadores de mercado, de este otro grupo de entidades gestoras —al que podríamos denominar negociantes secundarios— reforzaría la amplitud del mercado, aumentaría la competencia y serviría de canchales —o refugio— de la que surgirían —o adonde retornarían— los creadores de mercado.

En cuanto a la segunda cuestión, el acceso directo a las cuentas de la Central de Anotaciones y al Servicio Telefónico del Mercado de Dinero es un aspecto del actual mercado de pagarés del Tesoro que incorpora el nuevo mercado de deuda pública. Como ya se ha señalado antes, entre los inversores finales en deuda pública destaca habitualmente un grupo de grandes inversores institucionales —bancos, cajas de ahorros, compañías de seguros, fondos de inversión y otros— que, sin desempeñar funciones regulares de negociación —para sí y sus clientes—, pueden ser muy activos comprando y vendiendo valores de su cartera y financiando grandes importes mediante compraventas con compromiso de reventa y tener un papel muy importante en el mercado.

En la medida en que estas instituciones puedan ser titulares directos de cuentas en la Central de Anotaciones —aun cuando no dispongan de cuentas para clientes— y cerrar operaciones a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, contribuirán a aumentar la competencia y a lograr una mayor integración del mercado.

El carácter del mercado organizado en torno al Servicio Telefónico del Mercado de Dinero —negociación de grandes importes, compensación y liquidación en la misma fecha de contratación, etc.— sugiere la conveniencia de que dicho acceso quede limitado a entidades que cumplan los requisitos de solidez financiera y profesional necesarios. En caso contrario, el funcionamiento del mercado entre instituciones podría verse afectado por perturbaciones indeseables, con el peligro de que los riesgos de sistema —o encadenados— en los procesos de liquidación (tanto de operaciones en firme como con compromiso de reventa) se transmitieran a la generalidad del mercado. Así pues, al decidir la

amplitud de este grupo es preciso ponderar con cuidado los beneficios de una mayor competencia con los riesgos de una pérdida de solidez operativa.

El tercer problema planteado es el del grado de apertura de los sistemas de información y negociación gestionados por corredores especializados de deuda anotada. Esta cuestión es bastante controvertida, y como prueba de ello están las polémicas surgidas en Estados Unidos y en el Reino Unido —especialmente en el primero, en donde el Congreso ha encomendado un estudio del tema recientemente.

Es evidente que para operar en el contexto antes descrito —grandes importes, liquidación en la misma fecha de negociación y ejecución sin desvelar el nombre de las partes— es preciso que cada uno pueda confiar en la profesionalidad y responsabilidad financiera de los participantes. Por ello, el acceso a la red de corredores especializados deberá estar limitado a entidades de primera calidad; y, puesto que el corredor debe asegurar la ejecución de la operación en caso de fallo de una de las partes, si las autoridades no formulan los criterios que restrinjan el acceso, deberán hacerlo los propios corredores para controlar sus riesgos y por motivos técnicos de dimensión de sus redes.

En favor de que el acceso al sistema de negociación esté restringido inicialmente al grupo de creadores de mercado que cumplan los requisitos que pudiera establecer el Banco de España, puede argumentarse que, especialmente en el período inicial, y hasta la consolidación del nuevo mercado, es conveniente limitar las ventajas de acceso al sistema a aquellas entidades que se comprometan a «crear mercado» en cualquier circunstancia y que, en consecuencia, «estén a las duras y a las maduras». Es más, como puede deducirse de lo antes expuesto, esta red está concebida como un sistema de contratación entre negociantes de deuda para facilitar la recomposición de sus carteras y aumentar la liquidez.

Frente a estos argumentos, cabe señalar que la ampliación del conjunto de entidades con acceso a la red de corredores —ya sea a las entidades gestoras o bien a los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones—, siempre que tengan la solidez financiera y profesional requeridas, a juicio de las autoridades y de los corredores que gestionan la red, contribuiría a aumentar la competencia, reduciría los peligros de fragmentación del mercado, favorecería una formación más eficiente de precios y ampliaría la base del negocio de los corredores, con la reducción consiguiente de costes —que sería dudosa si

aumentan los riesgos por pérdida de calidad de los participantes.

Por ello, ponderando los argumentos anteriores, cabría una solución intermedia consistente en: hacer accesible la información al conjunto del mercado mediante la difusión sin retraso de los precios e importes negociados, que haría el Bancó de España, y, si se estima necesario, de las cotizaciones existentes en pantalla en cada momento; limitar el acceso pleno al sistema de información y negociación a los creadores de mercado, y extender el mismo, con ciertas limitaciones, a otras entidades gestoras. Esto último podría consistir bien en que existiera la posibilidad de cerrar operaciones contra las posiciones de los creadores de mercado que apareciesen en las pantallas de video, desvelando el nombre de la contrapartida al creador de mercado, o bien en que los corredores aceptasen el riesgo de seleccionar algunas entidades gestoras adicionales que tendrían acceso a la red en las mismas condiciones que los creadores de mercado, anunciando a éstos la lista de sus clientes.

La elección entre las alternativas existentes es, una vez más, un problema de ponderar la mayor competencia frente a una mayor fluidez y solidez operativa.

* * *

Cuestión final, muy importante, es la relativa a la regulación y supervisión del mercado.

El fundamento básico de la regulación de un mercado de deuda pública de las características antes reseñadas se halla en el carácter imperfecto de la información disponible por los inversores y en el coste de acceso a la misma para evaluar los riesgos frente a los participantes —en particular, las entidades gestoras— y frente a la evolución de los mercados. En la medida en que la información es costosa y existen economías de escala tanto en su obtención como en la ejecución de las transacciones, el inversor pequeño se enfrentará siempre a los riesgos adicionales que se derivan de su reducido tamaño y su escasa sofisticación. De ahí que los poderes públicos deban intervenir supervisando la solvencia y solidez tanto de las entidades gestoras como de aquellas otras que, por su íntima conexión operativa con ellas, puedan ser fuente de riesgos de sistema —como es el caso de los riesgos generados en los procesos de compensación y liquidación—. Estos adquieren hoy una importancia inusitada en la medida en que las técnicas de comunicación han agilizado dichos procesos, han estimulado la rotación en los mercados y han acrecentado los riesgos en cadena.

La regulación de estos mercados debe, con todo, alcanzar el difícil equilibrio entre la búsqueda de la confianza de los inversores y el estímulo a la competencia, la flexibilidad y el desarrollo dinámico de los mercados. La desviación en una u otra dirección sería costosa para el Tesoro por la pérdida de eficiencia que entrañan los excesos normativos o por los mayores costes de captación de recursos que produciría la pérdida de confianza de los inversores. Por ello, hay que saber compatibilizar una regulación y supervisión rigurosa de los aspectos básicos, que garantice la solidez del mercado y las buenas prácticas comerciales, con el respeto a la iniciativa y a la competencia necesario para no asfixiar la innovación y conseguir una gran eficiencia.

La regulación básica debe partir de un análisis de la actividad de los principales protagonistas del mercado —en especial de las entidades gestoras y creadores de mercado—, de los riesgos inherentes a la misma y de sus consecuencias para los inversores.

El papel de las *entidades gestoras* en un mercado como el antes reseñado es sin duda más complejo que el de un agente mediador, y esto es algo que conviene no olvidar.

Para el desempeño de sus funciones deben mantener existencias —ya sea para hacer frente a sus compromisos de venta o bien por el período que media entre una compra y una venta—, lo que se hace especialmente necesario en el caso de los creadores de mercado. Además, la eficiencia y estabilidad del mercado se beneficia de la toma de posiciones —largas y cortas—, ya sea para la distribución, ya sea para cubrirse, ya sea con fines especulativos. Estas posiciones requieren una financiación apropiada —habitualmente mediante venta con compromiso de recompra— y la asunción de compromisos u opciones. Y su actividad se verá completada con actuaciones de arbitraje y otras.

En general, el conjunto de ellas entraña riesgos de fluctuación de precios —es decir, riesgos de mercado o de posición—, riesgos de solvencia de las entidades con las que operan —riesgos de crédito— y riesgos de gestión, que se derivan de la falta de sistemas de información, de evaluación de riesgos, de control interno, de organización apropiada, en definitiva.

La diversificación, la cobertura, el examen financiero de los deudores y la buena gestión reducen los riesgos, pero no los eliminan. La última línea de defensa se halla, por tanto, en un volumen de recursos propios adecuado para afrontar pérdidas inesperadas.

Por ello, entre los requisitos básicos para ser entidad gestora o creador de mercado deben de estar: a) el disponer de organización, medios técnicos y sistemas de control interno adecuados para el desempeño de sus tareas, y b) el adecuar los riesgos asumidos en su actividad a los recursos propios disponibles. La supervisión regular del cumplimiento de estos requisitos es fundamental para evitar la quiebra de las entidades y su repercusión consiguiente sobre los intereses de los inversores y sobre el funcionamiento del mercado.

Hay que tener en cuenta, por otra parte, que las entidades gestoras desempeñarán un papel protagonista en el sistema de anotaciones en cuenta: llevarán los registros de titularidad y ejecutarán los procesos de compensación y liquidación. Por ello, deberán sujetarse a la normativa que regula el mismo, con el fin de proteger a los inversores contra el fraude y las malas prácticas. Y las autoridades deberán supervisar el cumplimiento de esta normativa —segregación de los valores de los comitentes, registros adecuados, extensión de resguardos, comunicación a la Central de Anotaciones, etcétera.

La protección de los inversores —en particular de los pequeños— exigirá, asimismo, una supervisión mínima de las prácticas comerciales y de los productos. Ya se ha señalado antes que, a diferencia de lo que sucedía en el mercado de pagarés del Tesoro, el Banco de España va a realizar un seguimiento de la negociación efectuada entre las entidades y sus clientes, recogiendo la información pormenorizada —precios, importes, características de la operación, etc.—, con el fin de detectar anomalías y prácticas incorrectas en la negociación; esta información agregada de precios e importes negociados será publicada regularmente. Otros aspectos que se regulan hacen referencia a temas tales como normas de cotización, de contratación, de liquidación, cambio de depositario, etc., que son habituales en la regulación de los mercados de valores.

En el caso de los *creadores de mercados* será preciso, además, supervisar los compromisos de cotización que hayan adquirido y, en la medida en que la intensidad y calidad de su actividad lo requiera, la supervisión de riesgos antes referida deberá ser más frecuente y rigurosa. Obviamente, en tanto en cuanto tengan unos compromisos mayores, éstos deben contar con unas contrapartidas.

La regulación y supervisión no deben limitarse, con todo, a las entidades gestoras y a los creadores de mercado. Por una parte, la participa-

ción directa en los procesos de compensación y liquidación, organizados por la Central de Anotaciones y efectuados a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, entraña riesgos de liquidación importantes tanto para el Banco de España como para el conjunto de entidades adheridas a aquél; y, por ende, para el conjunto del sistema. Por ello, los *inversores institucionales* con acceso al mismo deberán cumplir unos requisitos mínimos de solidez financiera y profesional, amén de sujetarse a las normas de funcionamiento del Servicio Telefónico.

El otro conjunto de participantes que requiere una regulación y supervisión mínima es el de los *mediadores* en el mercado telefónico y, en particular, los *corredores entre negociantes de deuda*, tanto por los riesgos que asumen como por el carácter de la actividad que desempeñan.

En resumen, el conjunto de normas reguladoras y de supervisión tratan de: garantizar la profesionalidad y la solidez financiera de las distintas entidades que actúen en el mercado, ya sea en la negociación, ya sea como depositarios, o bien en la compensación y liquidación de las transacciones; velar por las buenas prácticas comerciales y por la ejecución eficiente a precios de mercado; establecer unos registros apropiados y unas reglas de contabilización correctas, y estipular unas obligaciones de información regular. Todo ello se apoyará, finalmente, en un sistema de inspección que garantice su cumplimiento.

* * *

El conjunto de iniciativas emprendidas por las autoridades implica un avance significativo en el desarrollo del sistema financiero, y en particular harán posible un mercado de deuda pública amplio, profundo y flexible, capaz de convertirse en eje del sistema financiero, en lugar apropiado para la instrumentación de la política monetaria y, sobre todo, en vehículo que facilite la financiación del déficit público con el menor coste para el contribuyente.

NOTAS

(*) Versión revisada de la conferencia pronunciada en las XIV Jornadas del Mercado Monetario organizadas por InterMoney.

(1) Para evitar que dicha búsqueda quede dificultada por las relaciones con su actual depositario —es decir, con la entidad gestora que «custodia» el valor y lo mantiene registrado en sus archivos—, la normativa que desarrolla el Real Decreto 505/1987 ha previsto y regulado en detalle la operación de traspaso de una a otra entidad gestora.