
OPINIONES

A large, empty rectangular box with a thin black border, occupying the majority of the page below the title. It is intended for the user to write their opinions.

LA TRANSFORMACION DE LOS MERCADOS DE DEUDA Y DE CAPITALES

Salvador ARANCIBIA
Sección de Economía y Trabajo de *El País*

La introducción del sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado, ampliable posteriormente a todo tipo de deuda privada y del resto de la Administración del Estado, representa un hito en la transformación y modernización del mercado de capitales español, cuyas consecuencias todavía se dejan entrever solamente, pero apuntan a reformas mucho más profundas que las que pueden provocar la anunciada modificación del mercado de valores y de la Bolsa.

La desaparición de los títulos físicos de la deuda del Estado, la ausencia de intermediarios que actúen como fedatarios públicos en todas y cada una de las operaciones en las que aparezcan títulos del Estado, la rapidez de la transmisión de las operaciones y la información que todo ello va a conllevar abren las puertas a un mercado de magnitudes mucho más grandes y profundas que las conocidas hasta ahora. El Estado se convierte de esta forma, de manera clara ya, en el primer receptor de fondos de inversiones finales, institucionales o de individuos, con la colaboración, más o menos voluntaria, de todos los intermediarios financieros que existen, a través de sus redes de distribución.

El papel creciente que la deuda pública viene teniendo tanto en los mercados financieros como en las propias cuentas del Estado —una parte creciente del déficit público anual se debe a los intereses generados por las emisiones anteriores, lo que se traduce de forma automática en nuevos títulos en circulación que aumentan las necesidades futuras de financiación— exigía modificaciones en los sistemas de emisión que permitieran hacer frente a las cantidades crecientes y que abarataran de alguna forma los costes de dicha financiación.

La reducción de tipos de interés practicada en el pasado ejercicio permitió frenar algo la tendencia creciente a la emisión de títulos públicos,

pero los problemas de control monetario de los primeros meses de 1987 retrasaron las nuevas emisiones —con los efectos perniciosos de todos conocidos— hasta la aparición del nuevo sistema de anotaciones en cuenta para toda la deuda pública en condiciones similares a las utilizadas para los pagarés del Tesoro, que han perdido prácticamente su virtualidad y cuyo futuro a largo plazo es bastante pobre.

La opacidad fiscal de que gozan los pagarés del Tesoro, y la obligatoriedad de que las instituciones financieras inviertan una parte de sus recursos de clientes en estos títulos, permitió a lo largo de 1986 reducir de forma drástica la rentabilidad de estas emisiones. Al final han quedado para refugio de quienes prefieren mantener una inversión en un activo con una rentabilidad real creciente en los últimos meses y para que los adquieran los bancos y cajas de ahorros. La reducción de la tasa de inflación de la economía española y el mantenimiento de los tipos de interés de los pagarés del Tesoro está favoreciendo de forma clara a los inversores de dinero negro.

LA DESAPARICION DE LOS ANTIGUOS MECANISMOS DE CONTROL

Pero el resto del público se ha retirado, o empieza a retirarse, de este tipo de activo financiero, y la Administración, después de un año de vacilaciones, ha ampliado el sistema de anotaciones en cuenta a toda la deuda pública y, sobre todo en los primeros meses, el lanzamiento de la letra del Tesoro, «sin opacidad fiscal, pero con tipos de interés muy próximos a los del mercado», ha representado un reforzamiento del nuevo sistema, en el que se han introducido tanto instituciones financieras como intermediarios. El nuevo sistema funciona, a pesar de las

limitaciones voluntariamente impuestas por las autoridades económicas y monetarias de cara a lograr un mayor control y solvencia de las entidades que han empezado a participar en el mismo.

TODOS A PARTICIPAR

Por ello no es de extrañar que la práctica totalidad de las entidades financieras e intermedias deseen formar parte del nuevo sistema de anotaciones en cuenta, tanto si lo hacen como creadores de mercado como si limitan su actuación a labores de mera intermediación financiera. El mercado de la deuda pública crecerá este año, y los siguientes, de nuevo como consecuencia del aumento del déficit del sector público en que se incurrirá en este ejercicio y por las necesidades de refinanciación de los déficits anteriores.

El sistema de anotaciones en cuenta va a ser el instrumento básico para obtener esta financiación, aunque se recurra de forma marginal a operaciones exteriores en la medida en que se modifiquen los actuales niveles de la balanza de pagos o a otras fórmulas de financiación interior algo más tradicionales. El acercamiento del mercado de financiación pública al resto de los mercados monetarios es un hecho inamovible, sobre todo si se tiene en cuenta que la aplicación de la política monetaria del gobierno se realizará a través de la utilización de los títulos emitidos por el Estado a todos los plazos. Ello representa ventajas de menores costes para el propio Estado a la hora de emitir, pero introduce problemas adicionales en todo el sistema.

LA AUTORIDAD MONETARIA INCREMENTA LOS NIVELES DE SUPERVISION Y CONTROL FINANCIERO

Por ello no es de extrañar que, como señala el director general adjunto del Banco de Vizcaya, **Juan Palacios**, la imposibilidad técnica y legal de realizar *repos de repos*, es decir, colocar a un plazo inferior un título adquirido por un período de tiempo más pequeño que el de su vencimiento final, represente un problema adicional con el que no se contaba. Hasta ahora las instituciones financieras podían ceder temporalmente pagarés del Tesoro, procedieran o no de su cartera en firme. Pero los problemas detectados en algunas sociedades de intermediación y

las pérdidas que tuvieron que asumir algunas entidades financieras parece que aconsejaron a las autoridades monetarias extremar los instrumentos externos de control y limitar las posibilidades legales de operaciones encadenadas.

Por su parte, **Pedro Guerrero**, agente de cambio y Bolsa, aun afirmando, como hacen todos los entrevistados, que el nuevo sistema presenta ventajas adicionales sobre los modelos utilizados hasta ahora, señala algunos problemas que considera básicos a la hora de que se articule un mercado real que proteja todos los intereses enfrentados. En este sentido, entiende que puede darse un conflicto de intereses en el seno de las entidades gestoras del nuevo sistema, ya que van a actuar al tiempo por cuenta propia y por cuenta ajena. En su opinión, debe garantizarse que en todo momento no se antepondrán los intereses propios de dichas instituciones. Algo similar ocurre con el hecho de que no se cree un mercado centralizado, en el que los precios de la deuda pública fueran únicos, al margen de las variaciones normales por las distintas cantidades que se negocien. Se puede provocar que las entidades ofrezcan precios muy distintos a los diferentes clientes en función de sus relaciones o de su valoración.

El papel de creador de mercado dentro del nuevo sistema de anotaciones en cuenta es señalado de forma destacada como una pieza básica para el funcionamiento pleno del mismo, y **Joh Andreescu**, de Capital Markets, pone el punto sobre la «i» al preguntarse cuáles serán los alicientes o estímulos, aún no definidos a la hora de redactar estas líneas, que recibirán las sociedades por formar parte del grupo de los escogidos. En este mismo sentido, otros entrevistados recuerdan que en el resto de los países en los que funciona el sistema los creadores de mercado cuentan con ciertas ventajas adicionales sobre el resto de operadores, en un intento de contrapesar las obligaciones a las que se ven sujetos.

ES PRECISO DEFINIR CON CLARIDAD CUALES SON LAS OBLIGACIONES Y CONTRAPARTIDAS PARA LAS ENTIDADES CREADORAS DE MERCADO

Así, se propone que en España se debería limitar el acceso a las subastas a los creadores de mercado e incluso que se llegue a formar un comité de enlace entre éstos, la autoridad monetaria y el Tesoro, en el que el flujo de información en ambos sentidos funcione de forma per-

manente para tratar de alcanzar una mayor transparencia en el funcionamiento y un mayor ajuste a los costes y a las tendencias, reales o inducidas, por las que vaya a atravesar la financiación del sector público.

En todo caso, las discrepancias surgen cuando se enjuicia la necesidad de que estas entidades creadoras de mercado tengan que disponer de una cifra mínima de recursos propios con los que hacer frente a posibles problemas derivados del riesgo de intereses. Mientras algunas personas consideran que se ajustan, al menos en un primer momento, a lo que se puede considerar necesidades objetivas para hacer frente a hipotéticos problemas, otras estiman que se ha producido una discriminación importante entre unas sociedades y otras. La exigencia de recursos propios es genérica y cualquier sociedad que quiera operar en este mercado deberá cubrirla. Pero, se señala, no es exclusiva en el sentido de que los fondos aportados sólo puedan ser utilizados como soporte de las operaciones derivadas del sistema de anotaciones en cuenta. Y ahí entran las posibles discriminaciones. Las entidades de crédito, bancos y cajas de ahorros, tienen todas ellas unos recursos propios superiores a los mínimos exigidos para poder operar. Otras sociedades no cuentan con estos recursos y tendrán que obtenerlos. Sin embargo, se afirma, los recursos propios de bancos y cajas están sujetos a cubrir otros posibles riesgos, y nadie garantizaría que se fueran a aplicar a uno o a otro problema. Por ello se estima que un cambio en la normativa que exigiera igual claridad de capital para todas las entidades sería deseable.

NECESIDADES DE FINANCIACION

El pleno desarrollo del mercado de financiación del déficit público mediante el sistema de anotaciones en cuenta exige, a juicio de la mayor parte de los encuestados, medidas adicionales que, aunque necesarias, el Tesoro no está dispuesto a asumir plenamente. En la línea de lo solicitado en repetidas ocasiones por los máximos responsables del Banco de España, se pide que el Tesoro reduzca su posible apelación al recurso del Banco de España y que, una vez puesta en práctica esta condición, el Tesoro anuncie, con la suficiente antelación, los calendarios de emisiones para el conjunto del año, e incluso se llega a apuntar que la práctica debería ser similar a la de Estados Unidos, donde el Tesoro se compromete a adquirir en cada subasta la cantidad de dinero necesario, cualquiera que sea el precio al que se ofrezcan los recursos.

EL TESORO DEBE HACER ESFUERZOS PARA CLARIFICAR SU POSICION DENTRO DEL NUEVO MERCADO

Arturo de la Lama, del Banco de Bilbao, propone una coordinación suficiente entre el Banco de España y el Tesoro para que, además de conocerse con la claridad requerida las necesidades financieras del Tesoro para hacer frente a sus déficit, se pueda instrumentar la política monetaria a través de los nuevos instrumentos sin problemas. En este sentido, propone cesiones, con cargo al recurso del Tesoro al Banco de España, de títulos en cantidad suficiente para que la autoridad monetaria pueda desarrollar la política monetaria.

Por su parte, **Mateo Ruiz Oriol**, director general de Cajamadrid, señala que la articulación de la política monetaria decidida por el gobierno será posible en la medida en que el sistema de anotaciones en cuenta permita la consecución de un mercado de activos públicos en el que se utilice este instrumento en las operaciones de mercado abierto, tanto para el drenaje como para la inyección de liquidez al sistema.

Para **Carlos Cuervo-Arango**, de Gesmosa, se abren las posibilidades de ir hacia un mercado abierto en el que las actuaciones de política monetaria serán mucho más flexibles que las que actualmente puede poner en marcha el Banco de España, lo que permitirá aflojar las tensiones que, de forma estacional, se reproducen en el sistema español.

En el mismo sentido se expresa **Pedro García Ferrero**, de la sociedad mediadora SIAF, cuando señala que no se puede evolucionar desde la situación actual, anormalmente mala en materia de instrumentos de control, hacia un esquema que permita una actuación más continuada y flexible.

Pero el problema formal que se plantea, en definitiva, es si el nuevo sistema puesto en marcha va a servir para financiar de forma más ortodoxa y barata el elevado déficit público que soporta la economía española, y cuyos costes financieros crecen de forma más rápida de lo que lo hacen el resto de las grandes magnitudes económicas. La ortodoxia es calificada como un acto de decisión política de la Administración prácticamente por todos los preguntados, y en este sentido **Quintín Padrón**, director general de la Caja General de Ahorros de Canarias, sintetiza buena parte de estas opiniones al señalar que, en definitiva, ello depende de si el Tesoro decide utilizar, como parece que está haciendo estos meses, los mecanismos de mercado para obte-

ner los recursos necesarios o si mantienen, por el contrario, las posiciones de principios de año, cuando, por la subida de los tipos de interés, decidió paralizar su política de emisiones y centrarse en apelar de forma continuada al Banco de España.

**UNA FINANCIACION MAS ORTODOXA
DEL DEFICIT DEPENDE
DE DECISIONES POLITICAS,
NO DE LA CREACION FORMAL
DE NUEVOS MERCADOS**

El nuevo sistema permite, si se utiliza en toda su profundidad, una financiación cuyos costes se acercarán a los que establezca el mercado, pero su existencia no es una condición suficiente para conseguirlo. Debe producirse una voluntad política de hacerlo, al decidir, entre todos los argumentos a favor y en contra, que es mejor clarificar las cuentas públicas y saber qué parte del ahorro neto necesita el Estado para financiarse antes que seguir, como se ha hecho hasta ahora, obteniendo recursos de forma indirecta,

cuyos costes sociales se reparten entre todos los ciudadanos por la vía de tensiones inflacionistas.

Otra cuestión es si la utilización del sistema tendrá, a largo plazo, repercusiones favorables en los costes reales para el Estado de esta vía de financiación. **Pedro Zafra**, director general de Intermoney, señala que habrá una reducción de costes al acercarse el emisor al inversor final y al suprimirse toda una serie de gastos que hasta ahora estaban considerados como fijos. La disminución de los aranceles y de los márgenes de intermediación tendrán repercusiones favorables en este sentido, pero el gran problema pendiente, el que constituye el coste básico de la financiación pública, los tipos de interés de las emisiones, no depende de un sistema o de otro. Los tipos de interés serán más bajos en la medida en que lo sea la inflación española, y cuando los desequilibrios básicos, empezando por el propio déficit público que padece la economía española, tiendan de forma clara a encontrar vías de solución. Mientras tanto no será posible abaratar de forma sustancial la carga de la deuda pública mediante fórmulas de mercado.

«EL INVERSOR FINAL ES EL PARTICIPANTE MAS IMPORTANTE DEL NUEVO MERCADO»

John ANDREESCU

Presidente del Consejo de Administración
de Capital Markets Brokerage, S. A.,
y Capital Markets Software and Consulting, S. A.

¿Qué opinión general le merece el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado?

Este sistema ha sido desarrollado con base al equivalente para pagarés del Tesoro, sistema que ha funcionado muy bien y ha sido mejorado con el tiempo, lo que significa que el sistema para deuda se ha beneficiado de todos los conocimientos adquiridos con el anterior; por lo tanto, creo que es un sistema que va a ser bastante eficaz.

Lo más importante es que dará el impulso necesario para que el mercado financiero español asuma un grado de sofisticación equivalente a los mercados internacionales.

A partir de ahora ya podemos pensar en estructurar un mercado con la misma transparencia existente en los mercados internacionales y con los mismos participantes, tal como los *market makers* (creadores de mercado), el *interdealer broker* (broker ciego), mercado secundario ágil y líquido, un inversor final sofisticado, con una actividad de *trading* desarrollada por los bancos y un sistema de informática sofisticado.

Con toda esta estructura arriba mencionada, se creará un mercado secundario rápido, espereamos que rentable a los participantes y ampliando la posibilidad de una financiación del déficit del Estado.



¿Cuáles son los condicionantes básicos que considera necesarios para la efectividad del nuevo mercado?

Hay una serie de condicionantes para la creación de este tipo de mercado, tales como cuál va a ser el estímulo o aliciente para desarrollar las funciones de creadores de mercado, con todos sus riesgos e implicaciones; cuáles van a ser las reglas de mercado que definirán las formas y las relaciones entre los diversos componentes del mercado y la operativa del mismo.

Dentro de esta serie de condicionantes destacaría cuatro, que en cierta manera son la clave para el desarrollo del mercado:

a) Al inicio de cada año las autoridades competentes deberán definir un calendario de emisiones de deuda contemplando todo un abanico de vencimientos (tres años, cinco años, quince años u otros plazos).

Este calendario es imprescindible para la existencia de unos mercados primario y secundario suficientemente amplios, ágiles y líquidos. La expectativa que se crea en torno de una emisión es clave para los movimientos de oferta y demanda, creando una subida o bajada de precios que claramente es lo que va a mover el mercado y también asegurará a los participantes que podrán, de alguna forma, adquirir deuda a través

de emisiones continuas y en fechas prefijadas.

Por lo tanto, hay que mantener esta expectativa continua de subida o bajada de tipo/precio para que no tengamos un mercado sin oscilaciones, que no motivaría a los participantes a rotar sus carteras.

b) Hay necesidad de que una serie de instituciones financieras tomen la decisión de asumir las funciones importantísimas de creadores de mercado, con todos sus derechos, estímulos, implicaciones, responsabilidades y consecuencias. El mercado secundario pasará a desarrollarse cuando una serie de creadores de mercado inicien una cotización de forma continuada de precios de demanda y oferta.

Al mismo tiempo, los participantes del mercado deberán desarrollar su poder de distribución, haciendo llegar al inversor final la certeza de que, al hacer una inversión en deuda, estará participando de un mercado líquido y de que en cualquier momento podrá vender o comprar deuda del Estado a tipos de mercado.

c) En la forma propuesta para el desarrollo del mercado los participantes intentarán aprovechar las oscilaciones en los precios de demanda y oferta motivadas por una declaración de alguna autoridad monetaria, o por alguna proyección de las magnitudes monetarias favorables o desfavorables, o por una subida o una bajada de la inflación, o por otros motivos político-económicos.

El principio básico de este tipo de mercado es la confidencialidad acerca de quién es el demandante o el ofertante, para que no ocurran especulaciones (subida o bajada de precios) debido a que una institución creadora de mercado que tenga gran influencia esté comprando o vendiendo, y por este motivo los otros integrantes del mercado intenten lograr mejores beneficios en la negociación.

Para mantener este principio de confidencialidad, todas las operaciones de compra y venta de deuda a vencimiento deberán ser canalizadas a través de una figura importantísima en toda la estructura de este tipo de mercado, como es la del *interdealer broker* (*broker* ciego), que, además de la función anteriormente mencionada, tiene la de difundir los precios proporcionados por los creadores de mercado a través de su sistema de comunicación por pantalla.

El *interdealer broker* desarrollará un servicio enfocado a agilizar la diseminación de los precios y de los cierres de operaciones dentro de unos principios de ética, confidencialidad y prio-

ridad, no tomando jamás partido ni proporcionando informaciones que no sean las de precio de demanda y oferta a los creadores de mercado, y bajo ningún concepto deberá utilizar tales informaciones para la toma de posición por su parte en un determinado papel, visto que para el *broker*, tal y como está definido, está terminantemente prohibido tomar posiciones propias.

Las características del *interdealer broker* deberán ser las de una institución con comprobada experiencia en el mercado de *brokerage*, con un sistema de telecomunicación por pantallas instalado en las oficinas de los creadores de mercado, estar formada por un equipo de personas de reconocidas cualidades profesionales y tener un volumen de recursos propios para garantizar situaciones de quebranto.

Con la evolución del mercado se hará necesario el inicio de las grabaciones de las conversaciones mantenidas durante las negociaciones, a fin de que, en casos de difícil aclaración, se pueda utilizar la grabación como instrumento para llegar a una rápida solución.

d) El inversor final debe ser considerado como el participante más importante de todo el mercado, porque sin él no sería posible tener un mercado secundario amplio, visto que es muy difícil desarrollar una actividad de creador de mercado teniendo que realizar sus operaciones única y exclusivamente en el mercado profesional.

Creo, por lo tanto, que el impulso que el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado está proporcionando al mercado deberá ser rápidamente complementado por un segundo impulso dado a los fondos de pensiones y al ahorro individual, para que efectivamente se pueda llegar al objetivo final, que es la financiación del déficit del Estado.

¿Qué opinión le merecen los requisitos exigidos para la participación de las entidades gestoras en este mercado?

Es muy difícil que, para un tema de la magnitud del mercado de deuda, la legislación que recoge los requisitos mínimos para que una entidad pueda participar en él como gestora sea del agrado general y sin ningún comentario contrario.

Creo que era necesaria la definición de una serie de requisitos, y que éstos no son para proporcionar una ventaja a una parcela de mercado, sino para que, desde el inicio, el mercado tenga como base instituciones con suficiente liquidez,

experiencia anterior en la negociación de deuda y un sistema de control informatizado, «entre otros requisitos», que garantizarán, en teoría, la solidez del mercado.

¿En qué medida le parece que puede mostrarse útil para el desarrollo de la política monetaria del gobierno?

El inicio de un mercado basado en un sistema ágil de anotaciones en cuenta proporcionará al gobierno los instrumentos necesarios para el desarrollo de su estrategia a corto, medio y largo plazo en la política monetaria.

¿Cree usted que el nuevo sistema colaborará a un desarrollo efectivo de los mercados secundarios de deuda pública en España?

Sin duda alguna, este sistema agilizará la compra y venta a todos los niveles de inversores, desde el creador de mercado hasta el señor que invierte su millón de pesetas.

Este sistema nos proporcionará la transparencia y la liquidez necesarias para que el inversor tenga certeza de que a algún precio podrá comprar o vender deuda del Estado con rapidez y seguridad.

¿Considera usted que el nuevo sistema permitirá una financiación más ortodoxa y más barata del déficit público?

Este nuevo sistema es una evolución que ya ha ocurrido en diversos países, y que se ha mostrado extremadamente eficaz en la financiación de los déficit de los gobiernos.

Teóricamente el nuevo sistema de anotaciones en cuenta proporcionará un acceso de todos los inversores a este mercado, que por lógica podrá proporcionar al gobierno una financiación más barata, pero como el mercado en algunas ocasiones es totalmente ilógico, es una respuesta que solamente el tiempo nos podrá dar.

«EL NUEVO SISTEMA PUEDE ESTABLECER UN MECANISMO DE REFERENCIA PARA LOS TIPOS DE INTERÉS»

Carlos CUERVO-ARANGO
Subdirector de GESMOSA

¿Qué opinión general le merece el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado?

Muy positiva. El nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado supone el establecimiento de un mecanismo que reduce enormemente los costes de transacción incorporados a la negociación de estos activos, y, por tanto, debería contribuir en gran medida al desarrollo de su mercado secundario. A su vez, un mercado secundario fluido que garantiza en condiciones razonables la liquidez de los títulos y posibilita una nueva profundidad en su negociación constituye un atractivo adicional para la adquisición de los activos financieros que en él se negocian, de forma que el emisor, el Estado en este caso, podría obtener en el mercado primario condiciones mejores de las que serían efectivas en otro caso.

Si de las consideraciones internas al propio mercado pasamos a los efectos de su desarrollo para el conjunto del sistema, la opinión es aún más positiva. Si el nuevo sistema de anotaciones consigue, como yo espero, desarrollar el mercado secundario de deuda pública, los efectos positivos de su establecimiento se percibirán a muchos niveles. Por ejemplo, podrá contarse con una referencia seria para los tipos de interés a largo plazo, ahora inexistente, y, en otro orden de cosas, muchas técnicas operativas, e incluso



productos financieros, encontrarán su vía de entrada al sistema financiero español a través del nuevo mercado de deuda pública; pienso en la aparición de verdaderos *dealers*, con posiciones a ambos lados del mercado, y, en cuanto a los segundos, en las operaciones a plazo y los futuros financieros. Sin olvidar, desde luego, que el sistema de anotaciones para los títulos públicos no podrá dejar de constituirse en referencia para sistemas similares referidos a títulos privados.

¿Cuáles son los condicionantes básicos que considera necesarios para la efectividad del nuevo mercado?

En lo que respecta al emisor, pienso que es crucial que el mercado conozca con claridad el calendario de emisiones y los volúmenes a emitir en cada caso. La cuestión es que el mercado de deuda pública cuenta, básicamente, con un único agente emisor, el Estado, y, por tanto, sus relaciones con el conjunto del mercado deben estar regidas por la máxima transparencia y una cierta continuidad en la política de emisiones que no juegue con el mercado ni huya de él. Sólo así puede esperarse que las instituciones encuentren en el mercado un vehículo adecuado para el desarrollo de parte de sus operaciones y contribuyan a su expansión y desarrollo.

Desde un punto de vista más interno al mercado secundario de deuda, creo que es primordial para su efectividad que se consiga un grado aceptable de liquidez y una cierta profundidad, lo cual pasa porque existan instituciones que encuentren rentable y ventajoso ofrecer al mercado tal servicio. Las condiciones para que esto se produzca creo que son dos: por una parte, el desarrollo de las actividades de intermediación de deuda pública por parte de las entidades gestoras, que genere un flujo de demanda final para los títulos y ofrezca profundidad al mercado. Por otra, ciertos privilegios ofrecidos por el Tesoro y el Banco de España a las instituciones que demuestren estar dispuestas a colaborar con ellos asumiendo los riesgos inherentes a un aseguramiento permanente de la liquidez del mercado.

¿Qué opinión le merecen los requisitos exigidos para la participación de las entidades gestoras en este mercado?

Me parecen muy razonables. Un capital mínimo es una precondition para poder actuar seriamente en este mercado, y las condiciones de supervisión e inspección por parte de las autoridades creo que son imperativas tanto para la protección del inversor final cuanto para la detección rápida de problemas de solvencia que puedan poner en peligro el conjunto del sistema. Dicho esto, sin embargo, creo que las autoridades deberán ser muy cuidadosas en la valoración de los riesgos de cartera asumidos por las entidades y en el consiguiente establecimiento de coeficientes de capital; aquí, como siempre, una regulación adecuada es positiva, mientras que el exceso conduce al colapso del mercado.

¿En qué medida le parece que puede mostrarse útil para el desarrollo de la política monetaria del gobierno?

El nuevo sistema va a permitir al Banco de España una actuación en el mercado monetario centrada progresivamente en las operaciones de mercado abierto, y, por tanto, va a poner a su disposición instrumentos de drenaje de los que carece en la actualidad, al tiempo que le posibilita actuaciones de inyección de liquidez mucho más flexibles y continuadas que las que hoy día permite el sistema de subasta de préstamos. Por tanto, la anotación en cuenta sienta las bases de un nuevo desarrollo en los aspectos técnicos de la instrumentación de la política mo-

netaria, que conducirá inexorablemente a centrarse en la operativa de mercado abierto.

¿Cree usted que el nuevo sistema colaborará a un desarrollo efectivo de los mercados secundarios de deuda pública en España?

Digamos que sin el sistema de anotaciones en cuenta de deuda pública sería extremadamente difícil desarrollar un mercado secundario con la profundidad y liquidez que requieren tanto la financiación del déficit público como la instrumentación adecuada de la política monetaria. Con todo, tampoco deben crearse falsas ilusiones; el sistema de anotaciones constituye la condición de posibilidad del desarrollo del mercado secundario y nada más. Por sí mismo el sistema no va a desarrollar el mercado, aunque abre la posibilidad de que tanto los agentes privados como el propio Tesoro o el Banco de España lo utilicen, instrumentando actuaciones que efectivamente lo desarrollen. Por eso es tan importante, y más en una primera fase, una actuación emisora consecuente por parte del Tesoro y un apoyo a las entidades dispuestas a asumir riesgos por parte del Banco de España; de hecho, está en su interés y en el del conjunto del sistema financiero español.

¿Considera usted que el nuevo sistema permitirá una financiación más ortodoxa y más barata del déficit público?

En lo que respecta a la ortodoxia, no veo por qué. Elegir una u otra vía de financiación del déficit es un privilegio del Estado que, en última instancia, se retrotrae a la disponibilidad de instrumentos de deuda y la disposición a utilizarlos en las condiciones que el mercado requiere. Ninguno de estos aspectos está necesariamente ligado a la existencia de anotaciones en cuenta, aunque sí es cierto que en esta coyuntura particular el Tesoro podrá utilizar el sistema para desbloquear una situación de crisis en la disponibilidad de instrumentos creada por la propia Administración con la Ley de Activos Financieros de 1985; me refiero al privilegio fiscal otorgado a los pagarés del Tesoro y a su consiguiente inutilización como activo a corto plazo con demanda generalizada.

Sí estoy de acuerdo, sin embargo, en que el sistema de anotaciones en cuenta posibilitará una financiación más barata del déficit. La razón es que, como cualquier otro emisor, el Tesoro podrá disponer de mejores condiciones en el mercado primario en la medida en que el mercado secundario de sus títulos sea líquido, profundo y flexible.

«LA POLÍTICA MONETARIA DEBE INSTRUMENTARSE MEDIANTE OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO»

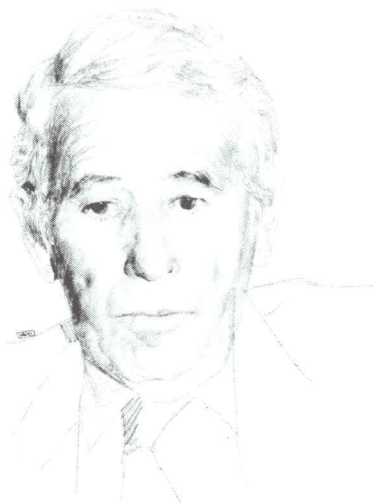
Pedro GARCIA FERRERO

Presidente ejecutivo de S. I. de Activos Financieros, S. A.

¿Qué opinión general le merece el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado?

Después de una espera tan larga cualquier cosa que salga nos va a merecer una opinión favorable, especialmente a las personas que, en una u otra forma, hemos venido denunciando el absurdo de la situación preexistente desde hace por lo menos cuatro años. Es cierto que las ideas tienen un tiempo de germinación, y es cierto también que la inercia jurídico-administrativa tiene asimismo sus propios ritmos. Considero, no obstante, que en esta ocasión «se han pasado», por expresarlo de forma castiza. El proyecto estaba listo en marzo del año pasado. Si se hubiera procedido con diligencia se hubiera podido, tal vez, implantar a tiempo para evitar parte de los destrozos que ocasionó en la política monetaria la Ley de Activos Financieros, al tiempo que su implantación hubiera tenido lugar en condiciones más favorables.

Pero, volviendo a la pregunta, mi opinión es que no parece posible estar en contra de los principios que incorpora. Por tanto, traslado la pregunta a la interpretación, a la aplicación, que de estos principios se ha hecho. Y en este punto creo de justicia resaltar que, al menos sobre el papel —y en este momento no es posible ir más lejos—, el esquema diseñado es audaz, si se compara con lo único con que se le puede comparar: con el de los países que lo han introducido ya. Si tuviera que señalar un punto como



botón de muestra de la audacia diría que este punto es el papel de *clearer* que asume el banco central, y que da un punto de amarre muy sólido al sistema.

¿Cuáles son los condicionantes básicos que considera necesarios para la efectividad del nuevo mercado?

Yo creo que, por las razones expuestas en la respuesta anterior, las condiciones necesarias para el nuevo mercado

ya existen. A diferencia de lo que ha ocurrido en estos últimos tiempos en algunos países vecinos, llevamos muchos años —desde 1982 o desde 1981, según se mire— rodando mecanismos similares a los que precisa el nuevo mercado. En cierta medida, lo que ahora estamos presenciando no es sino una extensión a la deuda del Estado, y, por tanto, a plazos más largos, de algo que ya se viene haciendo.

Sin embargo, una ampliación de un orden de magnitud como la que comporta la incorporación de la deuda pública va a poner de manifiesto algunas carencias de nuestro sistema financiero que pueden resultar ciertamente condicionantes para su buen funcionamiento. Yo singularizaría las tres siguientes:

a) Inclinar definitivamente el fiel de la balanza en favor de un diseño de política monetaria apoyado, si no exclusiva sí predominantemente, en operaciones de mercado abierto, de forma que los movimientos de tipo de interés evolucionen

nen con menor brusquedad. Sin un mecanismo de este tipo quedaría en el aire el otro mecanismo central del sistema: el de los creadores de mercado.

b) Propiciar una mayor especialización de un núcleo no demasiado numeroso de entidades, aunque hay que reconocer que la ristra de disposiciones legislativas y reglamentarias se está ocupando suficientemente de este aspecto.

c) Impulsar cuanto antes la implantación de un mercado de futuros. Sin él, el riesgo de almacenamiento de cartera puede hacerse muy difícil de manejar, especialmente cuando, como es previsible, se alarguen los plazos. No es éste, tal vez, el lugar más apropiado para hablar del tema, por desgracia no suficientemente aireado. Sólo quisiera dejar constancia de su urgencia.

¿Qué opinión le merecen los requisitos exigidos para la participación de las entidades gestoras en este mercado?

En principio, parecen razonables. Si, como sugeríamos en la respuesta anterior, el nuevo sistema de deuda pública debe verse como una ampliación del ya existente para pagarés del Tesoro, es natural que a la hora de elegir entre los candidatos el banco y el Tesoro tengan muy en cuenta la experiencia acumulada en éste y otros mercados afines como un índice de especialización espontánea. Quiero decir con esto simplemente que parece razonable pensar que quienes espontáneamente se han especializado en funciones afines ofrezcan *a priori* mayores probabilidades de hacerlo en el mercado ampliado. De ahí el elevado rango que tiene el historial entre los requisitos exigidos, y de ahí también la selección de categorías de entidades que pueden optar a ser gestoras. No olvidemos que hay un primer escalón —el de los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones—, en el que ya se ha llevado a cabo una previa selección, y que en una fase ulterior se procederá a una tercera selección para elegir de entre las entidades gestoras los creadores de mercado.

Los 750 millones de recursos propios y el compromiso de aumentarlos a 1.000 en el curso de los dos primeros años están, en mi opinión, en el borde superior de lo razonable, si se opta, como se debería, por el principio de la capitalización separada. De no ser así, la exigencia podría resultar discriminatoria precisamente para las entidades más especializadas.

En cuanto a los requisitos técnicos —incluidos en grado eminente, naturalmente, los informáticos— resultan difíciles de especificar de antema-

no. Aquí, de nuevo, me imagino que jugará un papel importante la experiencia acumulada, ya que, dada la precipitación con que se ha procedido en estos últimos pasos, no ha habido tiempo material para que alguien que no estuviera ya operando haya podido montar un sistema operativo adecuado.

¿En qué medida le parece que puede mostrarse útil para el desarrollo de la política monetaria del gobierno?

Presumiblemente, en gran medida. Si, visto desde la óptica de los condicionantes a que aludía la segunda pregunta, aparecía la adopción de una política monetaria que reposara principalmente en intervenciones de mercado abierto como exigencia ineludible, visto desde la óptica del diseño global de la política monetaria, la existencia de un mercado como el previsto se convierte, a su vez, en condición *sine qua non*.

En otras palabras, no se puede evolucionar desde la situación actual —que reconozco que es anormalmente mala en materia de instrumentos de control— hacia un esquema que permita una actuación más continuada y flexible sin un dispositivo que lo haga posible. Un tal dispositivo debe, por supuesto, incluir cosas tales como un sistema de transacciones capaz de incorporar el ritmo y los niveles de eficiencia y coste habituales en los mercados monetarios de mayoristas, muy alejado del que la vigente «legislación de guerra» hace posible, pero también unas entidades suficientemente capitalizadas, capaces de interpretar y transmitir los mensajes de la autoridad monetaria, y, por supuesto, una gama de instrumentos de deuda pública mucho más rica que la actual, que trate de adaptarse mejor a las preferencias de las distintas categorías de ahorradores. En algún momento habrá que pensar, por ejemplo, en emitir deuda a largo plazo indiciada, dirigida a los pequeños ahorradores próximos a su jubilación.

¿Cree usted que el nuevo sistema colaborará a un desarrollo efectivo de los mercados secundarios de deuda pública en España?

En general, lo importante de los mercados secundarios es que existan. Su profundidad y amplitud, medidas en términos de valores medios de operaciones realizadas, no siempre son síntomas de buena salud. Quiero decir con esto que el concepto de mercado secundario es un concepto estadístico: cuando sus valores medios rebasan un porcentaje relativamente pequeño del volumen vivo suele ser síntoma de que algo va mal en ese mercado.

En general, en condiciones normales de mercado, la liquidez de la deuda pública ha mejorado en los últimos años. En el caso particular de la deuda del Tesoro a corto plazo, si exceptuamos la anómala situación creada hace pocos meses (abril-mayo de 1987) por la intervención del Banco de España, la liquidez ha existido en todo momento a precios razonables.

El problema se plantea evidentemente en las situaciones que podríamos llamar anormales. Para estos casos falta un mecanismo que garantice la liquidez. Pues bien, una de las categorías de entidades contempladas en la legislación recién promulgada, los creadores de mercado, tiene precisamente como misión la de suministrar esa liquidez «todo terreno». Es una pieza clave del dispositivo: el vértice, por así decirlo, de la pirámide invertida que configuran los tres escalones previstos; el punto en que el sistema entra en contacto con la autoridad monetaria, suministradora de la liquidez última del sistema.

No da la impresión de que se haya entendido bien en algunos medios financieros la importancia de esta figura para el buen funcionamiento del nuevo sistema. Tal vez sea necesario, para apreciar su importancia, considerar las entidades que integran esta categoría como un conjunto articulado a través de las pantallas de contratación de los llamados «*broker ciegos*» o «*mudos*» y la liquidez que suministren como la suma de todas sus carteras.

Pero habrá que esperar hasta ver cómo se desarrollan los principios enunciados en esta materia crucial para poder formular un juicio sobre el grado en que el nuevo sistema resultará determinante para el desarrollo de los mercados secundarios. Mi pronóstico es que su efecto no sólo se hará sentir en los mercados de deuda pública, sino que se extenderá también a los de deuda privada.

¿Considera usted que el nuevo sistema permitirá una financiación más ortodoxa y más barata del déficit público?

Que la financiación del déficit sea más o menos ortodoxa depende directamente del Tesoro. Es indudable, no obstante, que la existencia de

un mercado eficiente, profundo y amplio puede hacer más atractivo para el Tesoro el recurso al mercado. En este sentido, no cabe duda de que el sistema de anotaciones contribuirá a acercarnos a lo que generalmente se considera «ortodoxo» en estos asuntos.

Otro punto bien distinto es el del abaratamiento. Creo que aquí hay que distinguir entre dos capítulos que se rigen por patrones muy diferentes: los tipos de interés y los costes de intermediación. Los tipos de interés —el coste más importante de la deuda— dependen básicamente del volumen de nueva deuda que se ponga en circulación en un período dado y de la cantidad de ahorro disponible. Se puede mejorar la aceptabilidad a tipos marginalmente más bajos de la deuda mediante un mejor sistema de distribución y con mercados secundarios que garanticen su liquidez. En este sentido, parece probable que el nuevo sistema mejore la situación anterior en ambos aspectos; pero su incidencia sobre el coste de financiar la deuda será marginal, ya que su coste principal viene determinado por la oferta y la demanda.

Los costes de intermediación sí sufrirán, en cambio, una drástica reducción con respecto a la situación actual. Este es seguramente el aspecto que tal vez justifique hablar de abaratamiento. A pesar de que en los últimos años —y en ello ha influido, sin duda, la inminencia del cambio— la situación haya mejorado notablemente, un sistema basado en la intervención de fedatario público comporta costes y rigideces incompatibles con los estándares prevalentes en los mercados monetarios. Y cuando hablo de rigideces estoy pensando fundamentalmente en los procedimientos de transmisión que sitúan las transacciones de deuda pública en la órbita del mercado de valores, notoriamente obsoleto e ineficiente en nuestro caso. Basta imaginar una situación, como la que prevé el nuevo sistema, en que la transmisión de deuda pública puede hacerse instantáneamente, y sin coste directo, a través del servicio telefónico del Banco de España, y compararla con el sistema actual para comprender las economías de todo tipo que hará posible. En este sentido, hay que afirmar rotundamente que el nuevo sistema abaratará la financiación del déficit.

«HAY QUE ELIMINAR LAS POSIBLES DIFERENCIAS DE TRATO SEGUN LOS DISTINTOS INVERSORES»

Pedro GUERRERO GUERRERO

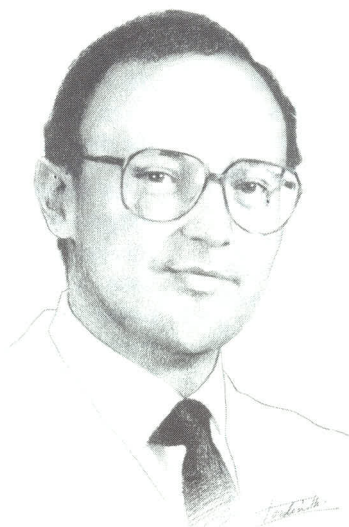
Secretario de la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid

¿Qué opinión general le merece el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado?

Si la financiación del déficit público va a realizarse principalmente a través de emisiones en condiciones de mercado de deuda pública y, además, esta última va a constituir el instrumento básico para la articulación de la política monetaria del gobierno, parece clara la conveniencia de un mercado de este tipo, sin trasiego físico de títulos (como ya era el sistema bursátil desde 1974), con liquidación inmediata, con contratación continuada entre entidades no sólo por teléfono, sino también por pantalla, y en el que la liquidez se consigue a través de la actuación de determinadas entidades, los creadores de mercado, que están obligados a dar permanentemente, dentro de ciertos límites, precios vinculantes en ambos sentidos. El modelo implantado en España ha tratado de inspirarse en los mercados norteamericano e inglés, que vienen funcionando de forma muy eficiente sobre esquemas de este tipo.

Sin embargo, estos mercados, que ofrecen indudables ventajas para los grandes operadores institucionales y para la articulación de la política monetaria, plantean problemas de importancia para los inversores medianos y pequeños, que exigen adecuados mecanismos de corrección. En esencia, los problemas son tres:

a) Conflicto de interés en las entidades gestoras que actúan al mismo tiempo por cuenta



propia y ajena. Hace falta asegurar que no se antepondrán los intereses propios, en perjuicio de los inversores más incautos o peor informados.

b) Falta de transparencia derivada de la no concurrencia de las órdenes de compra y venta en un mercado centralizado. Es posible que las entidades gestoras estén ofreciendo, en un mismo momento, precios muy distintos a sus respectivos clientes.

c) Fragmentación del mercado. Si no se establecen procedimientos expeditivos y rápidos para la movilización de las cuentas de terceros, el sistema puede degenerar en una pluralidad de mercados cautivos en la órbita de las distintas entidades gestoras.

En mi opinión, estos problemas, aunque se abordan tímidamente en la Orden ministerial de 19 de mayo de 1987, no están suficientemente resueltos en la normativa dictada hasta ahora, aunque cabe esperar que lo estén en sus próximos desarrollos.

¿Cuáles son los condicionantes básicos que considera necesarios para la efectividad del nuevo mercado?

Puesto que en el nuevo mercado, de corte descentralizado, la liquidez se consigue no por la confluencia de ofertas y demandas, sino a través de la actuación de los *market makers*, que constituyen la pieza clave del sistema, creo que el

primer condicionante para su éxito estriba en la existencia de unos *market makers* eficientes, dotados de los medios humanos, técnicos y financieros necesarios para el cumplimiento de su delicada función. En este sentido, considero un factor importante la especialización, que difícilmente va a producirse, debido a la tipificación de las entidades gestoras que se hacen en la Orden ministerial de 19 de mayo de 1987.

Otros condicionantes básicos son, a mi juicio, la publicidad de los precios ofertados por las entidades gestoras, así como su carácter general y vinculante. Sólo con estrictos requisitos a este respecto puede mejorarse la transparencia, que constituye el verdadero talón de Aquiles de los mercados de este tipo.

Por último, es necesario que el sistema de traspasos de anotaciones en cuenta entre entidades gestoras, así como entre éstas y el sistema bursátil, sea ágil y fluido, al objeto de evitar la formación de mercados cautivos. En cuanto al mercado bursátil de anotaciones en cuenta, la potenciación del mismo como mercado centralizado, al que tengan fácil acceso los inversores medianos y pequeños, da claridad y estabilidad al sistema, sirviendo de contrapunto a eventuales posiciones de prepotencia de las entidades gestoras.

Creo que sin el cumplimiento de los requisitos indicados el mercado, al menos a nivel del gran público inversor, puede acercarse más a las pautas de conducta del mercado crediticio que a las que cabe esperar del mercado de capitales.

¿Qué opinión le merecen los requisitos exigidos para la participación de las entidades gestoras en este mercado?

El primero y más importante de los requisitos exigidos es el de su tipificación, pues las entidades gestoras han de pertenecer a alguna de las cuatro categorías que se mencionan, a saber: bancos, cajas, sociedades mediadoras en el mercado de dinero y sociedades instrumentales de agentes mediadores colegiados. Creo que esta exigencia constituye una de las deficiencias más graves de la reciente regulación del nuevo mercado, por cuanto, como he apuntado anteriormente, en un mercado de nuevo cuño y altamente tecnificado, la especialización supone una importante baza para unas entidades que han de cumplir una función tan compleja y delicada como la de los creadores de mercado. Una cosa es exigir que la labor de *market maker* se desempeñe exclusivamente por entidades separadas, como sucede en el mercado inglés, que tengan por único objeto la intermediación en el

mercado de deuda pública, y otra muy distinta es, yendo al extremo opuesto, impedir radicalmente que en el nuevo y complejo mercado existan entidades que se dediquen de forma especializada y exclusiva a tan importante actividad. Tanto bancos como cajas, mediadoras o instrumentales, tienen una actividad principal distinta de la intermediación en fondos públicos, y podrán dedicarse a esta última de una forma marginal o, en todo caso, secundaria. A mayor abundamiento, las instrumentales tienen problemas legales para participar plenamente en el nuevo mercado, al tener limitada su actuación por cuenta propia, y las mediadoras, en muchos casos, tienen una estructura de capital y un planteamiento que no encaja bien con las nuevas circunstancias. En definitiva, lo que hace el artículo 5.º, número 3, de la Orden de 19 de mayo de 1987 es configurar un mercado de deuda pública fuertemente dominado por las entidades de depósito.

La cifra mínima de recursos propios que se exigen en el artículo 5.º, número 4, de la Orden ministerial me parece adecuada, en una primera fase, a la dimensión que, en principio, cabe esperar del mercado español, aunque posiblemente deba ser revisada en el futuro. Sin embargo, se echa de menos una afectación específica de recursos propios a la actividad de deuda pública, pues de poco vale su cuantía si han de responder de otras actividades distintas.

¿En qué medida le parece que puede mostrarse útil para el desarrollo de la política monetaria del gobierno?

Creo que una de las principales ventajas que ofrece un sistema como el recientemente implantado es precisamente su idoneidad para la instrumentación de la política monetaria a través de la intervención del banco emisor en el mismo y de la rápida transmisión de los impulsos recibidos por parte de los *market makers*.

Si el nuevo mercado alcanza el desarrollo y la profundidad que se espera, facilitará notablemente la instrumentación de la política monetaria, al ofrecer un nuevo e importante cauce de actuación.

¿Cree usted que el nuevo sistema colaborará a un desarrollo efectivo de los mercados secundarios de deuda pública en España?

Creo que el factor decisivo para la potenciación del mercado secundario será la anunciada política de emisiones en volúmenes importantes y con condiciones de mercado, prescindiendo de coeficientes y circuitos privilegiados, lo que

le dará al mercado una profundidad de la que hoy todavía carece.

El nuevo sistema, en sí mismo considerado, agiliza la operatoria en el mercado secundario de las grandes entidades financieras y reduce sus costes de transacción.

Sin embargo, respecto de los inversores medianos y pequeños, el nuevo sistema ofrece, a cambio de una mayor liquidez debida a la actuación permanente de los *market makers*, una menor transparencia, que redundará en mayores costes implícitos ocasionados por los márgenes de los creadores de mercado, información imperfecta acerca de los mejores precios de cada momento, etc. Esta diferencia puede corregirse notablemente mediante la potenciación del mercado bursátil de anotaciones en cuenta, el establecimiento de normas rigurosas sobre publicidad y carácter vinculante de los precios ofertados y rápida movilización de los saldos por cuenta de terceros.

¿Considera usted que el nuevo sistema permitirá una financiación más ortodoxa y más barata del déficit público?

La mayor o menor ortodoxia en la financiación del déficit dependerá de las decisiones que adopte el gobierno sobre apelación al Banco de España y de la política de emisiones del Tesoro, pero no del nuevo sistema de anotaciones en cuenta. El nuevo sistema, en sí mismo considerado, constituye simplemente un instrumento que puede utilizarse en mayor o menor medida, dependiendo de lo que decida el poder público al respecto.

Respecto a la baratura, caso de que se opte por una financiación más ortodoxa, vía emisiones de deuda pública, dependerá fundamentalmente de la evolución de los tipos de interés, que sólo de forma muy secundaria se verá afectada por la implementación del nuevo sistema. En sentido estricto, y desde el punto de vista del Tesoro, la financiación más barata sería la apelación al banco emisor, que tiene coste cero, aunque produzca efectos indeseables en la economía por las distorsiones que introduce en el resto de los mercados financieros, las ineficiencias que de éstas se derivan y, sobre todo, por su fuerte carácter inflacionista.

«EL TESORO DEBE FIJAR EL CUADRO DE INSTRUMENTOS QUE SE VAN A UTILIZAR PARA FINANCIAR EL DEFICIT»

Arturo DE LA LAMA
Servicio de Estudios del Banco de España

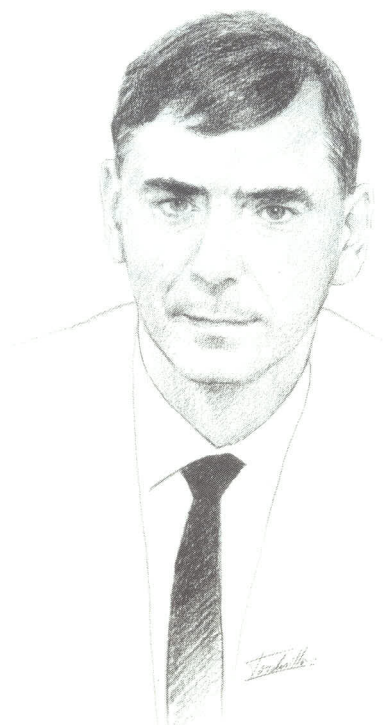
¿Qué opinión general le merece el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado?

La creación de un sistema como el de anotaciones en cuenta, que permite que el mantenimiento y movilización de los saldos de deuda se realicen de forma ágil, segura y económica, es uno de los ejes fundamentales de una política de deuda que quiera hacer mínimos los problemas que plantea la financiación del déficit público. Por tanto, mi opinión sobre el sistema de anotaciones es totalmente positiva.

¿Cuáles son los condicionantes básicos que considera necesarios para la efectividad del nuevo mercado?

Ciertamente, ese sistema de anotaciones es solamente una de las muchas exigencias que plantea la creación de ese mercado y de esa política de deuda que minimice los problemas de financiación del déficit. Se hace, por tanto, necesario completar ese sistema de anotaciones con otra serie de iniciativas, ya puestas de manifiesto en muchas ocasiones y en muchos foros. Destaco entre ellas:

a) La aprobación en la Ley de Presupuestos de un límite del recurso que el Tesoro puede hacer al Banco de España para financiar el déficit.



cit. Estableciéndose también los límites que podría alcanzar anualmente la financiación mediante la emisión de títulos.

b) Fijar definitivamente el cuadro de instrumentos financieros que van a utilizarse para la financiación del déficit, estableciendo sus características de plazo, fiscalidad, computabilidad en coeficientes, sistemas de colocación, resolución de subastas y régimen de comisiones. Quiero insistir en el carácter definitivo de esa fijación o, al menos, en la necesidad de preaviso al sistema de los cambios que quisieran introducirse en todos estos

aspectos, con un plazo de antelación superior o, como mínimo, igual al plazo de emisión de los instrumentos que se vean afectados por los cambios.

c) Desarrollar la organización del mercado, haciendo que el funcionamiento efectivo de éste vaya delimitando los eventuales papeles a ejercer por los distintos agentes e instituciones del mercado. Entran aquí el posible surgimiento de los creadores de mercado, de los corredores entre negociantes de deuda, de las cámaras de compensación que presten servicios a grupos de entidades gestoras, de los mercados de futuros que permitan disminuir los riesgos de interés de la operatoria, etc.

¿Qué opinión le merecen los requisitos exigidos para la participación de las entidades gestoras en este mercado?

Los requisitos para las entidades gestoras me parecen prudentes y adecuados. Es cierto, no obstante, que los requisitos de información de la operatoria realizada con clientes o la vigilancia de los riesgos asumidos en esa operatoria obligan a proveerse de potentes y más o menos complejas mecanizaciones que, para una institución con amplia red de oficinas, no son fáciles de improvisar. Máxime cuando algunos de esos aspectos —cobertura de la información y forma en que debe suministrarse, contabilización de la operatoria, etc.— no están lo bastante cerrados. Entiendo que esto debería llevar al Banco de España a adoptar una postura inicial flexible en relación a estos requisitos.

¿En qué medida le parece que puede mostrarse útil para el desarrollo de la política monetaria del gobierno?

En mi opinión, la utilidad del mercado de deuda en el desarrollo de la política monetaria dependerá básicamente de dos grandes cuestiones. Primera, de cómo interprete el Tesoro la responsabilidad que le incumbe de establecer una política estable y sostenida de emisiones. Política estable y sostenida que implica, en mi opinión, al menos cuatro apartados: *a)* el establecimiento a principios de año del programa aproximado de emisiones; *b)* la definitiva fijación del cuadro de instrumentos, sus características y formas de emisión y colocación; *c)* la aceptación de los tipos de mercado como tipos que determinen los de emisión de los títulos, y *d)* la coordinación con el Banco de España para que, dentro de ese programa anual de emisiones, y dentro de esa aceptación de los precios de mercado, ambos aspectos puedan ser matizados según las necesidades que la regulación de la liquidez recomiende. Este último apartado es especialmente complejo y admite soluciones variadas (por ejemplo, entrega por el Tesoro de títulos al Banco de España, con cargo al recurso acumulado del Tesoro, para que el Banco de España realice las intervenciones necesarias).

La segunda cuestión determinante es que el Tesoro vea limitado legalmente su recurso al Banco de España, y que la mayor capacidad de financiación del déficit (derivada de la creación del nuevo mercado de deuda) no disminuya la preocupación por contener la cuantía del déficit público. En otro caso, la creación del mercado de deuda podría acabar teniendo efectos perversos

sobre la instrumentación monetaria. Cumplidas esas dos condiciones, se abre un enorme campo para que ese mercado de deuda contribuya enormemente al desarrollo de la política monetaria. Primero, porque la financiación del déficit no aparecerá ya como uno de los factores limitativos, condicionantes y perturbadores en el desarrollo de la política monetaria. Segundo, porque ese mercado de deuda permitirá la aplicación de nuevas técnicas de intervención del Banco de España en su función reguladora de la liquidez monetaria.

¿Cree usted que el nuevo sistema colaborará a un desarrollo efectivo de los mercados secundarios de deuda pública en España?

Estoy convencido de ello, y esto a pesar de que a corto y medio plazo el desarrollo de esos mercados secundarios de deuda tiene algunas consecuencias que no son estrictamente favorables para el sistema bancario. A nadie se le oculta que esos mercados van a facilitar el incremento relativo de los pasivos emitidos por el sector público y el descenso relativo de los emitidos por el sector bancario. A cambio, el sistema bancario va a gozar de una mayor estabilidad en los ritmos de captación e inversión de sus recursos y de una mayor libertad en su asignación. El efecto neto para el sistema bancario dependerá, en gran medida, de si ese mercado de deuda más potente incrementa o no la cuantía del déficit público por encima de la que hubiera resultado en su ausencia. Es decir, dependerá de la aparición o no del efecto perverso a que antes me refería.

Por otra parte, esos mercados secundarios de deuda van a acelerar y, a su vez, van a ser acelerados por la transformación de las relaciones entre el cliente y las instituciones bancarias, al promover mayores niveles de información, mayores alternativas y mayores niveles de exigencia por parte de esa clientela. Pero estamos ya, en todo caso, introducidos en esa dinámica de transformación de las relaciones con el cliente, y sólo las instituciones que sean capaces de asimilarla van a tener cabida en el nuevo esquema emergente de funcionamiento de nuestro sistema financiero.

Como una cuestión técnica, cabe apuntar que el desarrollo de los mercados secundarios de deuda se hubiera visto facilitado de no existir las limitaciones existentes en la nueva regulación respecto a las ventas temporales a clientes por parte de las entidades gestoras, en base a saldos de deuda adquiridos temporalmente por éstas.

¿Considera usted que el nuevo sistema permitirá una financiación más ortodoxa y más barata del déficit público?

Desde luego que sí. Pero me remito aquí, en gran medida, a lo ya contestado a la pregunta sobre su utilidad para el desarrollo de la política monetaria, porque ambos aspectos están muy interrelacionados. En todo caso, me parece oportuno apuntar el hecho de que en la minimización del coste del déficit público es necesario tener tanto una óptica de largo plazo como una óptica de las relaciones financieras entre Banco de España y Tesoro.

Una óptica de largo plazo, porque la eventual renuncia a soportar en determinados períodos precios de mercado en la financiación del déficit y el recurso, en consecuencia, a procedimientos que temporalmente eviten esos costes de mercado, tiende a originar procesos que al final derivan en un encarecimiento de esa financiación. Es difícil, efectivamente, que el sistema asista

regularmente a las emisiones de deuda y comercialice luego las carteras adquiridas si ese mercado de emisiones sólo funciona cuando las expectativas de tipos de interés son favorables para el emisor.

Y una óptica de las relaciones financieras entre Banco de España y Tesoro, porque precisamente ante esa eventual renuncia temporal a financiar el déficit en condiciones de mercado tendrá que ser el Banco de España quien intervenga, esterilizando la liquidez no retirada por el mecanismo de las emisiones. Ello se hará a precios de un mercado que (por circunscribirse principalmente a un segmento, el bancario, mucho más restringido y con demandas de remuneración más altas que las del público en general) dará origen a una disminución de los resultados del Banco de España (es decir, de los ingresos patrimoniales del Tesoro) mayor, generalmente, que el ahorro de coste conseguido por el Tesoro al renunciar temporalmente a las emisiones.

«LOS NUEVOS MERCADOS EXIGEN MAYOR VIGILANCIA E INSPECCION POR PARTE DE LA AUTORIDAD MONETARIA»

Quintín PADRON DELGADO
Director general de la
Caja General de Ahorros de Canarias

¿Qué opinión general le merece el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado?

Creo que es el moderno medio que exigía el mercado de valores español para convertirse en un mercado dinámico, en expansión y eficiente, capaz de hacer de foco competitivo con los otros países occidentales.

Es preciso ahora que el sistema se extienda rápidamente hacia aquellos otros valores, sean de rentabilidad implícita o explícita, que no sólo la iniciativa pública, sino también la privada, pongan en circulación con las adecuadas especificaciones.

¿Cuáles son los condicionantes básicos que considera necesarios para la efectividad del nuevo mercado?

Una completa vigilancia e inspección del Banco de España sobre las entidades titulares y, de forma especial, sobre los gestores. Es absolutamente precisa una frecuencia estudiada en estas inspecciones, que evite a tiempo una caída de la confianza en el sistema.

Una exigencia revisada de la solvencia y del sentido de disciplina rigurosa en cuanto a las normas.



No permitir la actuación como gestoras sino a aquellas entidades que puedan asegurar una tecnología de administración y control de las anotaciones a costes adecuados.

¿Qué opinión le merecen los requisitos exigidos para la participación de las entidades gestoras en este mercado?

Muy buena, en general. Estas medidas serán regularmente examinadas, supongo, para ser actualizadas. Están considerados aspectos fundamentales: solvencia neta, imagen adecuada, no intrusismo, tecnología apropiada y disciplina normativa y fiscal.

Siempre habrá quien proteste por no estar incluido, pero entiendo que estamos ante un procedimiento y un sistema en que la «calidad a prueba» de sus gestores es imprescindible, ya que el «papel-valor» queda sustituido por un intangible.

¿En qué medida le parece que puede mostrarse útil para el desarrollo de la política monetaria del gobierno?

En la medida en que agiliza extraordinariamente en el tiempo la conversión de una liquidez en un valor a largo, y viceversa, parece ser, sin

perder las ventajas intrínsecas de las emisiones de deuda pública para el control de las magnitudes monetarias, un instrumento poderoso de regulación.

Por otra parte, al proporcionar un mayor campo para la colocación y negociación de la deuda, facilita también especialmente la regulación de la liquidez.

¿Cree usted que el nuevo sistema colaborará a un desarrollo efectivo de los mercados secundarios de deuda pública en España?

Ciertamente. Preveo que el sistema, al permitir *repos de repos*, por un lado, y, por otro, la incorporación de redes importantísimas de puntos de venta, creará muy rápidamente mercados secundarios de volúmenes de contratación intensos y de dinámica movilidad.

Por otra parte, esta nueva modalidad va a facilitar el proceso de desintermediación de activos y la actuación no intermediente de la banca y de las cajas de ahorros, con flujos de comisiones e ingresos de productos ordinarios que mejoran la cuenta de resultados a cambio de no riesgo.

¿Considera usted que el nuevo sistema permitirá una financiación más ortodoxa y más barata del déficit público?

En todo caso, para la primera calificación, la facilitará en la medida en que por el Tesoro se acuda a esta vía como medio ortodoxo de financiación.

Sí creo absolutamente que permitirá un abaratamiento en su origen, por razón de la demanda ampliada, de una parte, y de la competencia que originará entre las entidades gestoras, de otra.

«ALGUNAS DE LAS LIMITACIONES LEGALES IMPEDIRAN UN DESARROLLO MAYOR DEL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA»

Juan Antonio PALACIOS RAUFAST
Director general adjunto del Banco de Vizcaya

¿Qué opinión general le merece el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado?

Es claramente muy positiva, porque presenta dos ventajas significativas sobre la situación anterior. En primer lugar, el nuevo sistema que acaba de instaurarse proporciona una rapidez y agilidad mucho mayor que el que ahora termina. Baste con señalar que con el sistema antiguo la liquidación efectiva de las operaciones tardaba en conseguirse en torno a las dos semanas. Ahora este tiempo se va a reducir a un día, porque el sistema telefónico del Banco de España, al que se comunicarán todas las operaciones de cesión, liquidará con valor del día siguiente al que se comunique. Es evidente, pues, la agilidad que se consigue.

En segundo lugar, se van a reducir de manera significativa los costes que hasta ahora soportaban todas estas operaciones. Las transacciones van a estar libres de costes directos, aunque haya un coste global, que convendría repercutir sobre todas y cada una de las operaciones que se realicen, derivado del uso del sistema telefónico. Pero, en cualquier caso, la reducción de costes será importante para todas las instituciones que participen en el sistema de anotaciones en cuenta. La supresión de los aranceles y correajes a que estaban sujetas las operaciones que



se venían haciendo permite afinar mucho más los precios de las cesiones y de todas las operaciones. Pero, además, es la única vía para realizar operaciones a muy corto plazo, que de otra manera resultarían antieconómicas. Hasta ahora no se podían realizar operaciones a plazos semanales porque los costes legales en que se incurría suponían bastante más que los posibles márgenes que pudieran obtener las instituciones que los realizaran.

¿Cuáles son los condicionantes básicos que considera necesarios para la efectividad del nuevo mercado?

Me parece que la normativa que se ha dictado es suficiente, en términos generales, por las garantías de transparencia e información que ofrece. Estas dos cuestiones son las que más preocupaban a todos los que pensamos en la necesidad de poner en marcha el nuevo sistema de anotaciones en cuenta, y creo que se han resuelto en gran parte con los mecanismos establecidos tanto para las sociedades creadoras de mercado como para el resto de entidades y sociedades que acaben formando parte del nuevo sistema.

Sin embargo, creo que han subsistido algunas deficiencias, a pesar de que se han discutido en numerosas ocasiones, que van a impedir un desarrollo total del nuevo sistema de anotacio-

nes en cuenta. La primera de estas deficiencias es la prohibición expresa de las autoridades monetarias de que las entidades que participen en el sistema de anotaciones en cuenta puedan hacer *repos de repos*. Esta prohibición significa que si una institución adquiere deuda del Estado por un tiempo inferior a su vencimiento no puede, durante el período en el que es realmente la propietaria de este título, volverlo a ceder por un tiempo inferior a su vencimiento parcial. Las cesiones, por tanto, sólo se pueden realizar cuando los títulos se han adquirido en firme y han entrado a formar parte de la cartera propia de cada institución. Esta limitación no representa otra cosa que «querer poner puertas al campo», y de hecho se reconoce que la prohibición se debe a problemas administrativos: los programas informáticos son distintos a los que se han venido utilizando para los pagarés del Tesoro. Existe un cierto compromiso, indeterminado en cuanto a su concreción temporal, en el que se reconoce que en un futuro será posible realizar *repos de repos*.

Existe otra limitación formal que impedirá un mayor desarrollo del mercado de deuda del Estado mediante anotaciones en cuenta. Me refiero al hecho de que no se permite separar y, por lo tanto, realizar operaciones diferenciadas, con el nominal de las emisiones y los intereses que devengará ese nominal. Las instituciones tienen que ceder o adquirir el título completo. El mecanismo de separación se permite en otras naciones con un mercado mucho más profundo. Y ello es lógico porque, entre otras cosas, solucionarían el escollo de a quién le corresponde hacer frente a la retención fiscal de los cupones, cuestión que no existe normalmente en otros mercados.

Hay entidades sin ánimo de lucro que no tienen derecho a devolución de las retenciones que se les practiquen y que, si se admitiera la separación entre capital e intereses, podrían no perder esas retenciones que se les realizan. Otras sociedades pueden saber que, a un plazo relativamente alto, tendrán que hacer frente a unos pagos elevados, por lo que necesitarán fondos en ese momento y no antes. La posibilidad de poder adquirir a plazo fijo sólo la parte correspondiente a capitales, dejando que sean otras personas, físicas o jurídicas, quienes asuman el cobro de intereses y el pago de las retenciones correspondientes, permitiría abrir más el mercado.

¿Qué opinión le merecen los requisitos exigidos para la participación de las entidades gestoras en este mercado?

Me parecen razonables y dentro de lo que cabría esperar. En realidad, no se pide otra cosa que un acuerdo del Consejo de Administración de las sociedades que quieran ser entidades gestoras manifestando dicha voluntad. A este acuerdo tienen que añadir un memorándum explicando qué es lo que pretenden realizar dentro del nuevo mercado que se crea. Una cuestión importante y positiva es la decisión de las autoridades de empezar a exigir unas cantidades de capital en estas sociedades suficiente para poder cubrir los posibles riesgos de intereses en los que puedan incurrir. De esta forma se establece una limitación selectiva de entidades que operen en el mercado y se trata de evitar problemas que han ocurrido no hace demasiados meses, y que podrían haber afectado no sólo a las entidades que concretamente se vieron afectadas, sino al conjunto de los nuevos mercados. Hay que tener en cuenta que el desarrollo de los mercados financieros en España es relativamente nuevo y que cualquier problema podría frenar su desarrollo para un tiempo bastante prolongado.

Parece que las autoridades económicas y monetarias han optado por un modelo basado en la solvencia y en la seguridad de las entidades partícipes, lo que implica, al menos en un principio, que el número de sociedades sea reducido. De todas formas, tampoco hay que mitificar el papel que juegan las entidades gestoras dentro del nuevo sistema. Las probables quejas que los agentes de cambio y Bolsa realicen, por estimar que se quedan fuera del nuevo sistema puesto ahora en marcha, son comprensibles, al menos en parte; pero estimo que hay que enmarcarlas dentro del objetivo perseguido de conseguir un mercado ágil, solvente y seguro.

¿En qué medida le parece que puede mostrarse útil para el desarrollo de la política monetaria del gobierno?

Pienso que la utilidad es clarísima. Las anotaciones en cuenta son absolutamente indispensables para que el gobierno pueda llevar a cabo su política monetaria. No se puede hablar de operaciones de mercado abierto, pero se acercan mucho. Lo cierto es que el sistema de anotaciones en cuenta y la aparición de la letra del Tesoro van a permitir, aparte de lo que representen para financiar el déficit público, nuevos mecanismos de articulación de la política monetaria que servirán para impedir los sobresaltos

que, de vez en cuando, se han venido produciendo precisamente por la falta de estos mecanismos.

¿Cree usted que el nuevo sistema colaborará a un desarrollo efectivo de los mercados secundarios de deuda pública en España?

El sistema de anotaciones en cuenta es indispensable y necesario para el desarrollo del mercado secundario. El abaratamiento de las transmisiones y la posibilidad de que sean numerosas, y por el tiempo que se quiera, son las causas que explican su necesidad. Pero no tiene por qué ser suficiente. Con el sistema sólo el Tesoro no tiene solucionados los problemas de financiación del déficit público. Hoy por hoy, el sistema es incompleto.

Hay que ir a la creación de un núcleo de entidades, un núcleo pequeño, que hagan mercado fijando precios comprador y vendedor de forma continua, y que proporcionen liquidez al nuevo mercado que garantice posibilidades reales de entrar y salir de él hasta a las operaciones de los inversores más pequeños. Los precios fijados deben ser transparentes y universales, con las peculiaridades que las diferentes cantidades que entran en cada operación establecen en los niveles de precios en todas partes. Pero se debe salvaguardar la transparencia como elemento esencial.

El problema surge cuando se discute sobre algo que puede parecer pura filosofía, pero que encierra problemas importantes. El núcleo reducido, las entidades creadoras de mercado, ¿deben surgir del propio mercado o deben ser empujadas por actuaciones de las autoridades que impulsen que algunas entidades se suban a este tren o no? Se sabe, por experiencias propias y extrañas, que del propio mercado no surgirán estas entidades o tardarán mucho en hacerlo. Las instituciones se convertirán en creadoras de mercado en la medida en que obtengan contrapartidas por realizar una función que, en frío y teóricamente, les pueden producir ciertos riesgos que tratan de anular. Por ello, pedirán contrapartidas. En el momento actual estas contrapartidas no existen y, por tanto, quienes podrían formar parte del núcleo inicial no se sienten estimulados para dar el paso adelante. La articulación del nuevo sistema se ha iniciado fijando las condiciones que deberán cumplir estas entidades, las obligaciones, y no los hipotéticos derechos o contrapartidas que consideran que deben tener.

Las condiciones impuestas son relativamente

complejas, como la de asistir de forma obligada a todas las emisiones que el Tesoro saque, y, sin embargo, no se ha establecido, como es normal en otros países, que sean sólo estas entidades creadoras de mercado las que acudan a dichas subastas.

En definitiva, lo que parece necesario es instrumentar un comité formado por las entidades creadoras de mercado, el Tesoro y el Banco de España, en el que se intercambien informaciones complementarias. Las entidades creadoras de mercado pueden suministrar los datos necesarios para que se conozca la situación real del mercado en cada momento y los posibles cambios de tendencia que pudieran tener lugar. Al tiempo, estas sociedades podrían también recibir indicaciones de las posibles modificaciones de la política monetaria del Tesoro y del Banco de España. Sería una forma de que las contrapartidas lógicas que deben recibir estas entidades pudieran concretarse sin que ello supusiera una competencia desleal.

¿Considera usted que el nuevo sistema permitirá una financiación más ortodoxa y más barata del déficit público?

El sistema de anotaciones en cuenta no generará por sí mismo ni una financiación más ortodoxa ni más barata. Si se decide ir hacia la creación de un mercado más líquido y más amplio que el actual, el Tesoro podrá llevar a cabo una financiación más ortodoxa de sus necesidades de recursos. El abaratamiento del déficit es algo impredecible incluso en un mercado más desarrollado, ya que no depende exclusivamente de esta variable.

Hay que tener en cuenta que el fracaso de los anteriores sistemas de financiación desembocó en una solución temporal que a nadie le gusta: la sucesiva elevación de los coeficientes obligatorios para bancos y cajas de ahorros que garanticen, de una forma o de otra, que el Tesoro recibe los recursos necesarios para financiar sus déficit, independientemente de que un sistema sea más barato que otro. Por ello, a nadie le interesa que fracase este nuevo sistema, porque representaría, una vez más, el mantenimiento, cuando menos, de los actuales niveles de coeficientes por problemas monetarios.

En la medida en que se logre desarrollar el mercado y aumente su profundidad y transparencia tenderá a ser más barato financiar el déficit mediante este tipo de operaciones, aunque al principio pueda resultar más caro. Basta con recordar el ejemplo del anterior sistema. Cuan-

do el Tesoro decidió empezar a emitir títulos a medio y largo plazo a través de los procesos de aseguramiento por las entidades financieras, la Administración incurría en unos costes que eran la suma de los tipos de interés y de las comisiones satisfechas por dichos aseguramientos.

En un principio, las comisiones eran pequeñas, y algunas entidades no tenían especial interés en colocar las emisiones públicas no sólo porque significaban una competencia directa con los propios productos de estas instituciones, sino porque había otras emisiones que les reportaban unas comisiones muchísimo más elevadas, y, por lo tanto, la rentabilidad inmedia-

ta de colocar unas emisiones y otras era muy distinta. Llegó un momento en que el Tesoro ofreció las mismas comisiones, o similares, que otras entidades privadas. Las instituciones financieras, en bloque, acudieron a la colocación sin dudarlo. Y se creó un mercado amplio, que de forma autónoma demandaba cantidades crecientes de deuda del Estado y que provocó, en un plazo relativamente corto, la reducción de las comisiones de colocación hasta dejarlas prácticamente reducidas a cero. Un mercado amplio nos llevará, indudablemente, a la desaparición de estas comisiones para las entidades financieras, y en este sentido la financiación será más barata para el Tesoro.

«SE CAMINA HACIA UN SISTEMA DE OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO»

Mateo RUIZ ORIOL

Director general de la
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid

¿Qué opinión general le merece el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado?

No me sorprende la expectación que el nuevo sistema de anotaciones para la deuda del Estado está despertando, a pesar del largo proceso de gestación que ha requerido, porque entiendo que puede significar una transformación espectacular en el mercado financiero español.

Esta posibilidad parece avalada por la experiencia paralela en otros países, y por nuestra propia historia financiera, si recordamos el impulso trascendental que la figura del pagaré del Tesoro significó en su momento en el desarrollo del mercado monetario en nuestro país.

Aunque, como toda experiencia financiera, esta novedad en nuestro panorama financiero no está exenta de riesgos; riesgos para las autoridades monetarias, para las autoridades financieras y para las instituciones privadas que en él concurren, contemplo con optimismo el futuro de este nuevo mercado.

Cuáles son los condicionantes básicos que considera necesarios para la efectividad del nuevo mercado?



Desde la perspectiva de los agentes privados, la aceptación de este activo público en el mercado de particulares constituye obviamente un requisito necesario para su normal funcionamiento; asimismo, considero fundamental que, en el menor tiempo posible, algunas entidades gestoras asuman como vocación la creación de mercado, aunque entiendo, al mismo tiempo, que los riesgos y el esfuerzo que tal decisión comporta exigen buenas dosis de prudencia. En este sentido, la importancia del éxito en la selección o autoselección de entidades creadoras de mercado y de las entidades intermediadoras entre negociantes de deuda es difícil de exagerar.

Y, finalmente, sería especialmente adecuado alcanzar entre los intermediarios cierto acuerdo deontológico por lo que respecta a las prácticas operativas y comerciales, en orden a conseguir el más correcto funcionamiento del mercado.

Por otra parte, y desde la perspectiva de los emisores, considero necesario que las autoridades monetarias y financieras reduzcan, en la medida de lo posible, las incertidumbres asociadas a los objetivos y mecanismos de financiación del déficit. Circunstancia que se traduce en la posibilidad y seguimiento de los calendarios de

subastas del Tesoro y, adicionalmente, en una inequívoca voluntad y un sistema de subasta que asegure la financiación del déficit a tipos de mercado.

¿Qué opinión le merecen los requisitos exigidos para la participación de las entidades gestoras en este mercado?

La regulación disponible sobre los requisitos exigidos a las entidades gestoras —excluyendo quizá los relativos a recursos propios, aceptación de normas de funcionamiento y de supervisión, y otros de carácter objetivo— sugiere la necesidad de una tarea de interpretación de los mismos, especialmente por lo que respecta a qué debe entenderse por «sistemas adecuados de organización, de control y medios técnicos suficientes».

Considero que esta cierta «indefinición legal» transmite incertidumbre en la toma de decisiones de las instituciones que desean participar en el mercado, si bien parece lógica en un mercado incipiente y es normal que la reglamentación se desarrolle en un futuro a la vista de la experiencia del mercado.

En todo caso, parece seguro que las instituciones que desean mantener una posición activa como entidades gestoras, y especialmente aquellas que acepten compromisos importantes de contrapartida en nombre propio, van a asumir un importante esfuerzo en organización y en dotación tecnológica.

¿En qué medida le parece que puede mostrarse útil para el desarrollo de la política monetaria del gobierno?

A nadie se le ocultan las dificultades a las que las autoridades monetarias se han enfrentado recientemente en su tarea de instrumentación de la política monetaria: la continua necesidad de valorar la selección óptima del agregado monetario elegido como objetivo intermedio y las dificultades de instrumentación con pagarés del Tesoro, que han conducido a la reciente aparición de la nueva figura de la letra del Tesoro.

En este sentido, entiendo que es uno de los objetivos esenciales del nuevo sistema de anotaciones contables para la deuda pública la consecución de un mercado de activos públicos que permita utilizar este instrumento en las operaciones de mercado abierto, de forma simétrica, tanto en el drenaje como en la inyección de liquidez.

El éxito en la consecución de los rasgos de perfección de este mercado afectará, en consecuencia, a su contribución a la instrumentación de la política monetaria.

¿Cree usted que el nuevo sistema colaborará a un desarrollo efectivo de los mercados secundarios de deuda pública en España?

Efectivamente, considero que este sistema de anotaciones en cuenta, que se soporta jurídicamente en una doctrina más cercana al concepto de derecho-valor, implica una mayor agilidad y funcionalidad, y costes más reducidos en la transmisión, lo que favorece la liquidez del mercado y, en definitiva, el desarrollo de mercados secundarios.

En todo caso, mirando un poco más allá, la consecución de un mercado de deuda pública suficientemente amplio, profundo y flexible constituye un requisito necesario para la constitución de un mercado de futuros financieros, instrumento de cobertura que considero necesario en nuestro panorama financiero.

¿Considera usted que el nuevo sistema permitirá una financiación más ortodoxa y más barata del déficit público?

Durante bastante tiempo ha constituido un lugar común que la financiación del déficit público a través del mercado de deuda es un sistema de financiación del déficit más ortodoxo que las posibilidades alternativas.

Recientemente, esta calificación ha sido valorada precisando algo más sobre los requisitos de esta ortodoxia. Lo que parece claro, en todo caso, es que el nuevo sistema puede contribuir a reducir los costes de intervención pública en el mercado, actuando positivamente sobre los costes de financiación.

Por lo que respecta al posible abaratamiento de la financiación del déficit público, en un horizonte a largo plazo valoraría como realmente positiva no tanto una financiación «especialmente» barata del déficit —lo que entiendo que no puede ser independiente del volumen de las necesidades financieras del sector público y de su nivel de endeudamiento— como una financiación eficiente y a precios de mercado: una financiación del déficit en la que se pueda prescindir progresivamente de mecanismos artificiales de generación de demanda de activos públicos como son, en definitiva, los coeficientes obligatorios.

«CON ESTE NUEVO ENFOQUE DEL MERCADO DE DEUDA ES PREVISIBLE QUE ESTE SE CONVIERTA EN EL EJE DEL SISTEMA FINANCIERO»

Pedro ZAFRA ARROYO
Director general de Intermoney

¿Qué opinión general le merece el nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado?

El nuevo sistema aporta un cambio sustancial en nuestro mercado tradicional de valores, adaptándolo a desarrollos más adecuados a las necesidades actuales, a semejanza de sistemas financieros más modernos, donde las necesidades de financiación del Estado han propiciado planteamientos nuevos en el tratamiento de los activos emitidos por el mismo.

Este sistema, que conlleva el montaje de una gran Central de Anotaciones en Cuenta de deuda pública por el Banco de España, se sirve de los actuales avances tecnológicos para dotar al mercado de deuda de una rapidez y volúmenes operativos importantes, una difusión y acercamiento de sus mercados a todos los inversores potenciales, junto con un control y aseguramiento en su negociación.

Con este nuevo enfoque del mercado de deuda, que supone la eliminación de las trabas y rigideces actuales de los mercados de valores, es previsible que éste se convierta en el eje del sistema financiero, propiciándose la constitución de carteras importantes en las entidades financieras y en inversores institucionales y privados, constituyendo los grupos de activos con un mercado de mayor profundidad y difusión en nues-



tro sistema. Esto conlleva aumentar las posibilidades de financiación directa del Estado, su acercamiento a los inversores finales, un abaratamiento de sus costes de emisión y un mercado monetario importante, donde poder desarrollar y gestionar más adecuadamente la política monetaria.

¿Cuáles son los condicionantes básicos que considera necesarios para la efectividad del nuevo mercado?

Desde el lado del emisor de los activos que este mercado va a tratar, es decir, el Tesoro público, será imprescindible una clarificación en su

política de emisiones, con la configuración de los diferentes activos a corto, medio y largo plazo a emitir, así como sus características normalizadas, sus calendarios preestablecidos de emisión y los volúmenes a emitir, su forma de asignación, sobre todo el aseguramiento de que los tipos de interés resultantes respondan al desenvolvimiento y a criterios de mercado.

Desde el lado de la organización del mercado, es básico un normal y efectivo funcionamiento del centro que va a soportarlo, es decir, de la Central de Anotaciones en Cuenta, con una clara descripción de sus relaciones operativas con los usuarios, aspecto que actualmente se está desarrollando. Además, las necesidades de organización exigen dejar clarificado cuáles van a ser

las distintas clases de agentes intervinientes en este mercado, sus funciones, así como las obligaciones exigidas. Opino que, preferiblemente desde un primer momento, la configuración de los mismos debe dejarse bastante establecida, independientemente de concreciones y modificaciones posteriores que aconseje la experiencia, ya que esto supone un esfuerzo de concreción mayor y, consiguientemente, redundaría en una mayor exigencia de funcionamiento operativo desde su inicio. Lo que enlaza con otra necesidad básica, cual es la de dotación de un mercado secundario, con conformación amplia de sus tipos de interés e importante negociación, que doten a los activos de una inmediata liquidez a precios objetivos.

La implantación y amplitud de este mercado secundario va a ser una pieza fundamental, además, para las intervenciones de la autoridad monetaria, uno de cuyos objetivos deberá ser la colaboración en la dotación de liquidez permanente a este mercado, en cuya fase inicial será más importante. Este mismo desarrollo posibilitará, por su mayor repercusión, y a su vez exigirá, que estas intervenciones sean graduales y acordes con la consecución de unos objetivos de política monetaria definidos de forma realista.

¿Qué opinión le merecen los requisitos exigidos para la participación de las entidades gestoras en este mercado?

La vía elegida es la de definición de unos requisitos objetivos dentro de un grupo de entidades que pueden acceder a esta calificación (banca privada, cajas de ahorros, SMMD y sociedades instrumentales). En principio, el grupo posible definido parece suficientemente amplio. Era lógico contar con los bancos y cajas de ahorros principalmente para difundir este sistema y los activos de deuda utilizando su red de ventas. Las SMMD, por su experiencia en la difusión de los pagarés del Tesoro y mantenimiento y financiación de cartera propia, era presumible que se incluyeran. Sin embargo, la inclusión de sociedades instrumentales, cuya imagen y funcionalidad se refieren fundamentalmente a su papel de intermediarios sin toma de posiciones, puede presentar aparentemente cierta contradicción.

Entre los requisitos objetivos está el de fijación de un nivel de recursos propios, 750 millones inicialmente, para pasar a 1.000 millones en un período de dos años. Toda definición de este tipo conlleva la posibilidad de su inadecuación en el transcurso del tiempo. Por ello se apuntaba

la posibilidad de su adecuación en función de criterios de proporcionalidad referidos a volúmenes de cartera mantenidos, riesgos por importes negociados y otros posibles parámetros de operatividad.

Otros requisitos, no tan concretos, se refieren al grado de organización, control y medios técnicos adecuados a juicio del Banco de España. El sistema de anotaciones en cuenta va a estar básicamente sostenido por la Central de Anotaciones y por las entidades gestoras. A éstas últimas corresponde un papel de difusión de la deuda pública, tanto al constituir cartera propia como, sobre todo, en sus relaciones con terceros inversores. El lógico control y seguridad de estas posiciones de terceros obliga a un sofisticado y ágil sistema de anotaciones y a un grado de organización elevada. La misión, además, de llevar obligatoriamente las labores de información y retenciones fiscales amplía las exigencias de organización informatizada. El mismo desarrollo a que estamos asistiendo, mediante los últimos decretos y circulares del Banco de España sobre las exigencias a que se somete a las entidades gestoras, obliga a la exigencia de estos requisitos de medios.

¿En qué medida le parece que puede mostrarse útil para el desarrollo de la política monetaria del gobierno?

Una de las lagunas que actualmente mostraba la política monetaria es la ausencia de mercados de activos monetarios de cierta profundidad y amplia base de negociación, con la posibilidad consiguiente de su transmisión al resto del sistema financiero, donde la autoridad monetaria pudiese desarrollar una serie de intervenciones con la finalidad de influir efectivamente en el desenvolvimiento del sistema hacia la consecución de sus objetivos monetarios. Esto, que ha sido una aspiración constante, se mostró como positivo en el tiempo en que los pagarés del Tesoro facilitaron esta labor. La pérdida de esta posibilidad con los pagarés del Tesoro dejó incompleta la instrumentación de la política monetaria. Recientemente hemos asistido a unas fuertes elevaciones en los tipos de interés y a un mercado monetario alterado, entre otras causas, por la ausencia de un mercado de deuda pública ya establecido.

El nuevo mercado que se define se muestra además útil para la política monetaria, porque obliga a establecer un cierto rigor en el planteamiento de la financiación de los déficit públicos y de la política de financiación del sector público.

La información constante y actualizada que proporcionará la Central de Anotaciones presentará un conocimiento ajustado a la realidad de un componente que será importante en las variables monetarias que controla el Banco de España.

Como apuntaba en otra respuesta, el desarrollo de estos mercados permitirá, y a su vez exigirá, una política de intervenciones continua y gradual, transmitiendo con menos costes y alteraciones los impulsos de la autoridad monetaria.

¿Cree usted que el nuevo sistema colaborará a un desarrollo efectivo de los mercados secundarios de deuda pública en España?

Considero que una de las finalidades primordiales de este nuevo sistema es permitir la creación de un mercado secundario profundo e importante, que posibilite, a su vez, unas amplias posibilidades de emisión y colocación para la deuda pública.

El planteamiento en anotaciones en cuenta como forma de materialización de los títulos y la puesta en funcionamiento de un medio de control de existencias y liquidación instantánea de las operaciones, como es la Central de Anotaciones gestionada por el Banco de España, significan, en suma, poner las bases imprescindibles para conferir a la deuda pública unas amplias posibilidades de desarrollo de sus mercados secundarios.

Las definiciones que se están haciendo en materia de organización del mercado, como normalización de los activos y sus características, grupos de agentes con acceso a su negociación y fijación de sus exigencias, descripción de la operativa a realizar y normas de liquidación, son también elementos imprescindibles para el desarrollo de los mercados secundarios que tratan de cubrir su imperiosa necesidad de normalización seguridad y rapidez en los procesos de negociación y liquidación de su operativa.

En este aspecto de organización aún queda por concretar la importante figura de los creadores de mercado, es decir, aquellas entidades gestoras que ocupan un puesto especial en el mercado secundario, con vocación y exigencias de una mayor presencia en el mismo, y encargadas, junto al Banco de España, de dotar en todo momento de liquidez al mercado de deuda. Esta especial posición de estas entidades conlleva una importante afectación de recursos a esta actividad en cualquier entidad financiera y una exposición al riesgo apreciable. Las facilidades

dadas hasta ahora, como son la especial relación operativa con el banco emisor y la utilización de un sistema de información de precios en firme soportado por los mediadores especializados en este mercado, parece que exigen un proceso de concreción mayor, fundamentalmente en las relaciones de los creadores con la autoridad monetaria, por una parte, y con el resto de entidades gestoras y titulares de cuenta, por otra, en un intento de valoración real de las facilidades a obtener que equilibre el riesgo inherente a esta figura. En este momento de iniciación del mercado secundario, el que éste cuente con una figura tan importante, con un grado suficiente de definición y concreción, es un aspecto crucial. El no contar con ello desde su inicio considero que podría dificultar un correcto desarrollo inicial del mercado. Esta concreción, además, afecta decisivamente a otra figura importante, como la de los mediadores especializados en deuda, a su configuración y campo posible de actuación y, en definitiva, a la potencialidad del mercado secundario a medio plazo.

¿Considera usted que el nuevo sistema permitirá una financiación más ortodoxa y más barata del déficit público?

Sí; al menos retirará los obstáculos actuales causantes de que esto no se haya conseguido plenamente. El Tesoro, con un mercado de emisión más potenciado para una gama de activos más diversificados con diferentes plazos de amortización, podrá obtener, en primer lugar, una financiación suficiente y, en segundo lugar, estructurarla de forma más equilibrada y acorde con sus necesidades a corto, medio y largo plazo.

Podrá minorar, efectivamente, en tanto que puede tener mercado para ello, las necesidades actuales de apelación al recurso del Banco de España como refugio actual a su falta de posibilidades de financiación vía mercado directamente. Es más, el propio desarrollo de este mercado irá exigiendo que se acuda en todo momento a él, aunque las condiciones de precios y colocación no sean del todo favorables al emisor. Si se quiere hacer una política adecuada de mercado, habrá que atender la exigencia de que sus condiciones se reflejen en las emisiones de cada momento. Cabe al Tesoro la posibilidad de gestión de deuda combinando, en situaciones adversas del mercado, sus diferentes activos y, en cierto grado, los volúmenes a adjudicar.

Por otra parte, la no inclusión de estos activos en circuitos privilegiados de financiación, vía coeficientes obligatorios, al sistema financiero