

EL FUTURO DE LOS MERCADOS
DE DEUDA PUBLICA.

JOSÉ PÉREZ FERNÁNDEZ.

EL FUTURO DE LOS MERCADOS DE DEUDA PUBLICA (*)

El año 1.986 ha abierto un conjunto de expectativas sobre el desarrollo futuro de los mercados de deuda pública que, en gran medida, y con probabilidad muy elevada, habrán de verse satisfechas en 1.987.

Es generalmente aceptado que, para asegurar la financiación del déficit público con el menor coste para el contribuyente y facilitar la instrumentación de la política monetaria, sin que ello requiera una utilización permanente y creciente de los coeficientes obligatorios, es necesario contar con unos mercados de deuda pública que gocen de las características convencionales de profundidad, amplitud y flexibilidad.

Para ello, las autoridades van a emprender un conjunto de iniciativas que discurren a través de cuatro direcciones convergentes para reforzar la liquidez, seguridad y confianza de los valores de deuda pública, lo que, unido a su carácter de activo libre de riesgo, contribuirán a acrecentar su atractivo y a convertirla en el eje del sistema financiero.

En primer lugar, y de acuerdo con lo expuesto por el Director General del Tesoro, se va a progresar en la dirección emprendida en el pasado para lograr una política de emisiones sistemática basada en un conjunto simple y bien reglado de instrumentos, ofrecidos de forma regular, con calendarios anunciados y mediante técnicas de colocación rigurosas, sostenidas y creíbles.

(*) Segunda parte de la conferencia de D. José Pérez, Jefe de la Oficina de Operaciones del Banco de España, en las XIII Jornadas organizadas por el Instituto Español de Analistas de Inversión.

En segundo lugar, se va a establecer un sistema de anotaciones en cuenta que provea a los participantes en este mercado de un método eficiente para poseer y negociar deuda pública. La rapidez, la seguridad y los costes de transacción relativamente bajos que el sistema proporcionará a la compensación y liquidación de las transacciones, contribuirán a acrecentar el atractivo de la deuda pública y dotarán de liquidez al mercado.

En tercer lugar, se van a sentar las bases institucionales de una nueva estructura del mercado, que proporciona una liquidez muy elevada a la deuda pública y asegura una formación eficiente de precios.

En cuarto lugar, pero no el último, la organización y el funcionamiento del mercado se apoyarán en un conjunto de regulaciones adecuadas para garantizar los intereses de los inversores, sin obstaculizar un desarrollo flexible y dinámico del mercado. Estas normas estarán dirigidas a asegurar: la solvencia y profesionalidad de los intermediarios financieros que operen en el mismo; la existencia de unos registros apropiados y la utilización de unas reglas de contabilización correctas; la aplicación de unas reglas de compensación y liquidación transparentes; el mantenimiento de unas buenas prácticas comerciales y una ejecución eficiente a precios justos.

Centrándome en los aspectos relativos a la estructura organizativa del nuevo mercado, el esquema en proyecto debería considerar la existencia de un grupo amplio y diverso de entidades e intermediarios financieros que actuaría entre el Tesoro y el Banco de España, por un lado, y los inversores, por otro.

En primer lugar, las entidades gestoras de anotaciones en cuenta de deuda pública -a las que la normativa en proyecto asigna funciones registrales y de gestión de los procesos de compensación y liquidación- actuarán como negociantes comprando y vendiendo valores, bien de su propia cartera o bien actuando como agentes y, en general, mantendrán una relación regular con los inversores a través de una red comercial estable. Dentro de ellas, un grupo central muy reducido de entidades debería actuar como creadores de mercado, aceptando el compromiso de cotizar regularmente precios comprador y vendedor con el fin de dar contrapartida al resto del mercado, para asegurar la liquidez y estabilidad del mismo.

Entre los requisitos y obligaciones que deberían cumplir los creadores de mercado destacan:

- a) Haber sido autorizados para operar como entidades gestoras de anotaciones en cuenta de deuda pública.
- b) Haber desempeñado un papel relevante durante los dos últimos años en los mercados de pagarés del Tesoro y de deuda del Estado.
- c) Comprometerse a concurrir de manera regular a las subastas de emisión.
- d) Estar dispuestas a operar de forma continuada en una gama amplia de valores de deuda pública atendiendo a un conjunto amplio de entidades e inversores y contribuyendo a una gran integración del mercado. Para ello, deberán cotizar precios:
 - entre sí, a través de la red de pantallas servida por los corredores entre negociantes de deuda pública;

- a los negociantes secundarios (es decir, a las restantes entidades gestoras que no sean creadores de mercado) o a los mediadores oficiales;
 - comprador y vendedor, bien a través de sus propias redes y de los servicios comerciales de difusión de precios (Reuter, Telerate, etc.), con carácter indicativo y compromiso de operar por unas cantidades normales con cualquier inversor, o bien a través del sistema que organicen las bolsas de valores.
- e) Disponer de la organización profesional, los medios técnicos y los sistemas de control internos oportunos.
- f) Comprometer un mínimo de recursos propios en su actividad como creadores del mercado de deuda pública.
- g) Cumplir un coeficiente que regule el riesgo máximo que las entidades pueden asumir en función de sus recursos propios; coeficiente, que será extensivo a todas las entidades gestoras.

Como contrapartida de sus obligaciones, los creadores de mercado disfrutarían de una serie de ventajas tales como:

- a) Algunas facilidades operativas del Banco de España.
- b) En la medida en que algunas entidades autorizadas a actuar como creadoras de mercado, sus depósitos o préstamos a las entidades sujetas a coeficientes obligatorios deberían tener el carácter de pasivos computables.

c) Acceso a la red de corredores entre negociantes de deuda. Estos corredores pondrán una red informática -que entraría en funcionamiento dentro de cinco a seis meses- a disposición de los creadores de mercado para la difusión instantánea de los precios cotizados en firme por dichas entidades y de las cantidades con las que se muestran dispuestas a operar, y cerrarán la negociación por teléfono asegurando el anonimato de las partes. Ello reduce los costes de búsqueda, aumenta la liquidez del núcleo central del mercado, disminuye las necesidades de cartera para crear mercado, contribuye a la integración del mismo y asegura una formación eficiente de precios.

Las restantes entidades gestoras -a la que denominaré negociantes secundarios- desempeñarán un papel fundamental junto al núcleo primario formado por los creadores de mercado, sin asumir unos compromisos tan fuertes, pero actuando regularmente en el mercado como puente entre el núcleo primario y los inversores. Estas entidades comprarían y venderían valores bien de su propia cartera o bien actuando como simple agente, y mantendrían una organización estable en este área de negocio.

Estas entidades obtendrían el carácter de entidades gestoras de anotaciones en cuenta de deuda pública y podrían mantener, en consecuencia, saldos de clientes adecuadamente segregados dentro de sus cuentas en la Central de Anotaciones. Como tales entidades gestoras, tendrían funciones registrales, gestionarían los procesos de compensación y liquidación para sus clientes y realizarían las tareas de negociación referidas, cotizando precios voluntariamente y a petición de los clientes.

Además de las entidades gestoras, los mediadores oficiales -agentes de cambio y bolsa y corredores de comercio- actuarán en el mercado -como agentes mediadores puros- conduciendo órdenes de sus clientes bien directamente a los creadores de mercado o bien a través del sistema de negociación organizado por las bolsas de valores.

Entre los inversores de deuda pública ocuparán un lugar significativo los restantes intermediarios financieros que, sin desempeñar funciones de negociante regular, pueden ser muy activos comprando y vendiendo de su cartera y tener un papel importante en el mercado.

Estos intermediarios podrán ser titulares directos de cuentas en la Central de Anotaciones y cerrar operaciones a través del servicio telefónico del mercado de dinero organizado por el Banco de España. Estas facilidades contribuirían a aumentar la competencia y a lograr una mayor integración del mercado.

Para ello deberán cumplir algunos requisitos que pretendan asegurar la solidez financiera necesaria para participar en los procesos de compensación y liquidación organizados por la Central de Anotaciones y operados a través del servicio telefónico del mercado de dinero.

Un amplio grupo de mediadores -corredores entre negociantes de deuda, mediadores del mercado interbancario y mediadores oficiales- desempeñarían funciones exclusivas de agente -sin tomar posiciones- que ejercerán bien en el núcleo central del mercado -entre creadores de mercado, o entre entidades gestoras e intermediarios financieros adheridos al

servicio telefónico del mercado de dinero- o bien entre los creadores del mercado, o las entidades gestoras y el resto del mercado.

Entre ellos destacarían, por su especialización, los corredores entre negociantes de deuda. Como yahe expuesto, su aportación fundamental es la de proporcionar un mecanismo eficiente de formación de precios en el mercado mayorista y contribuir a una mayor liquidez del mercado mediante una reducción de los costes de búsqueda de información. La posibilidad de cerrar, una tras otra, operaciones a precios anunciados en firme, sin desvelar el nombre a la otra parte y sabiendo que se liquidará rápidamente -en el mismo día- y sin ningún riesgo de crédito dota al núcleo central del mercado de la capacidad para realizar operaciones por grandes importes, imprescindibles para el desempeño de su actividad.

Con este fin el Banco de España debería facilitar el acceso al servicio telefónico del mercado de dinero a un cierto número de corredores para posibilitar el cierre de la negociación de forma que los negociantes no tuvieran que desvelar su identidad a la otra parte.

Para obtener, y mantener, estas facilidades, los corredores deberán contar con los medios y la organización oportuna; disponer de un capital líquido mínimo y mantener la solvencia apropiada; demostrar que sus servicios son requeridos por los creadores de mercado y retener la disposición de una parte amplia de los mismos para operar a través de ellos; constituirse como sociedades separadas con recursos y personal propios, si bien la gerencia y la dirección podrá ser compartida con otras sociedades de mediación pura; aceptar la supervisión e inspección del Banco de España; comprometerse a remitir periódicamente balances auditados, realiza-

dos por empresas aceptables al Banco; facilitar al Banco de España información necesaria para el buen funcionamiento del mercado de deuda pública; y, finalmente, comprometerse a actuar de acuerdo con unos principios de conducta para asegurar el anonimato de las partes y la ejecución de las operaciones al mejor precio.

Finalmente, hay que subrayar que para lograr un funcionamiento eficiente e integrado del mercado y proteger los intereses de los inversores, es necesario establecer unos mecanismos de difusión de precios adecuados y proveer una supervisión puntual de las prácticas comerciales, con especial atención en los importes y precios negociados.

Como ya se ha indicado, correspondería al Banco de España la supervisión de precios e importes negociados en el mercado telefónico entre intermediarios financieros y en los mercados extrabursátiles -"over the counter"- sostenidos por los negociantes de deuda pública. Las bolsas de valores efectuarían el seguimiento correspondiente de los mercados a ellas encomendados.

Estas son algunas de las notas básicas de los proyectos en estudio, que una vez concretados y aprobados por las autoridades, podrían servir de base para un nuevo mercado de deuda pública.

* * *

Quisiera referirme, finalmente, a algunos incidentes que han perturbado el funcionamiento del mercado de pagarés del Tesoro en las últimas semanas, como consecuencia del fallo

de los intermediarios financieros que han dejado de cumplir sus compromisos de recompra.

Los problemas surgidos no han afectado al núcleo del mercado y éste ha continuado funcionando de manera regular. No obstante, aun cuando los incidentes han tenido su origen en la periferia del mercado -es decir, en entidades que no tienen un peso muy significativo, ni gestionan cuentas de terceros, y que se hallan fuera de la supervisión del Banco de España- la interrelación creciente y la fuerte interdependencia de los mercados financieros hacen que el fallo de unas instituciones pueda llegar a extenderse a otras convirtiéndolo en un problema del sistema.

De hecho, los incidentes referidos han puesto de manifiesto algunos aspectos del funcionamiento del mercado de pagarés del Tesoro -y en particular, en las operaciones con compromiso de recompra- que hacen vulnerable la estabilidad del sistema financiero. Por ello, es necesario que los agentes del mercado y las autoridades financieras reflexionen sobre ellos y emprendan las medidas oportunas, especialmente se si se tiene en cuenta que esta clase de operaciones está llamada a seguir desempeñando un papel vital para el funcionamiento de los mercados de deuda pública, para la gestión de las tesorerías y para la instrumentación de la política monetaria.

La cesión de pagarés del Tesoro (y en el futuro de deuda pública) con acuerdo de recompra es un método seguro y efectivo de captar fondos a corto y de obtener un rendimiento sobre fondos ociosos, siempre que se sigan ciertos procedimientos y se apliquen unas prácticas de gestión prudentes. Y de hecho, si se hubieran seguido éstas, las pérdidas registradas por otras entidades podrían haberse evitado o, en todo caso, limitado sustancialmente.

En una operación de compraventa con compromiso de recompra -y lo mismo sucede, aunque en mayor grado, en una operación de préstamo con garantía de valores- existe tanto un riesgo de mercado -o de tipos de interés- como un riesgo de crédito -por falta de liquidez o insolvencia de la otra parte. Y es generalmente aceptado que para reducir dichos riesgos se deben cumplir tres requisitos básicos:

- 1º. El control del colateral. Para lograrlo es preciso una adecuada segregación del valor -en el caso de las anotaciones en cuenta- de modo que quede registrado a nombre del adquirente durante el tiempo que media hasta el compromiso, y que garantice la entrega en dicho momento.
- 2º. La vigilancia de los riesgos de crédito. Para ello es necesario seguir las reglas de oro tradicionales -conozca Ud. a la otra parte; establezca líneas de crédito; evite la concentración de riesgos; y tome los márgenes necesarios al valorar las "garantías".
- 3º. La estimación cuidadosa del valor de los colaterales recibidos, teniendo en cuenta su valor de mercado, la corriente devengada hasta el ejercicio del compromiso y los riesgos de fluctuación de intereses.

En cuanto al primer requisito, la normativa que regula las operaciones con pagarés del Tesoro formalizados en anotaciones en cuenta -y lo mismo ocurrirá con las de deuda del Estado- asegura la segregación de los valores y el control de los mismos por parte del adquirente. Esto ha demostrado ser muy importante en los fallos ocurridos, de tal modo que,

si se hubieran cumplido los otros dos requisitos, las pérdidas sufridas por las entidades financiadoras hubieran sido mínimas. En las cuentas de terceros esto no es así; por ello es muy importante que el cliente de una entidad delegada obtenga la notificación oportuna de la operación en forma de resguardo oficial, requisito que no se viene cumpliendo en bastantes casos.

Conviene subrayar, por otra parte, que la práctica seguida por el Banco de España -a diferencia de lo que sucede, por ejemplo, en Estados Unidos- asegura la entrega del valor, con lo que el riesgo de este tipo -y por consiguiente el de crédito- se plantea sólo para el que financia, quien ha de preocuparse de evaluar la solvencia del que se compromete a recomprar.

Es este segundo requisito el que, en primer lugar, han dejado de cumplir las entidades afectadas por el fallo. Y esto es probable que esté sucediendo con cierta frecuencia en nuestro mercado: donde a menudo no se conoce la historia, ni la situación financiera, ni el status de quien ha de ejercer la recompra, ni cuál es el objeto real de su negocio, ni la clase de operaciones que emprende, ni en qué medida son especulativas, ni con qué gente comercia, ni cuáles son sus resultados, ni cuál es su fortaleza financiera, ni cuántos son sus recursos propios, ni cuál es el grado de exposición de los mismos. Existen bastantes casos en los que los operadores no disponen de listas de con quién pueden operar en "repos" ni de límites por los que pueden hacerlo. Y no se acostumbra a exigir, cuando es necesario, estados contables auditados que permitan evaluar la situación financiera. Por otra parte, en el escalón de la cuenta de terceros no está claro que los clientes estén extremando su cuidado cuando realizan operaciones a través de agentes media-

dores, o sociedades colaboradoras de las entidades delegadas, preocupándose de conocer el status de éstos y, sobre todo, de obtener la comunicación del detalle de la operación en forma de resguardo oficial, situando el valor a su propio nombre.

Cuando no se cumplen las normas de actuación referidas, el tercer requisito debería cumplirse de forma puntillosa, como defensa apropiada para evitar pérdidas o reducirlas al mínimo. Pero aquí la práctica se ha alejado aún más de la ortodoxia financiera.

La negociación en el mercado de compraventa de pagarés con compromiso de recompra sigue en España una mala práctica, consistente en entregar un importe en efectivo igual al nominal de los valores recibidos, para obtener, en el momento del ejercicio del compromiso, dicho importe crecido por los intereses. Ello implica que la "garantía" de la operación tiene un valor descontado de mercado inferior a los fondos entregados y que, además, quedan sin cobertura los intereses a devengar.

En caso de incumplimiento del compromiso de recompra, como ya he señalado, las circulares del Banco de España prevén que el adquirente se quede con los valores anotados en cuenta, por lo que el riesgo para éste se mide por el importe no garantizado. Dicho de otro modo, el adquirente pierde los intereses y, además, se queda con un título que, descontado, vale menos que el principal y tiene que refinanciarlo hasta el vencimiento.

Este sistema operativo permite recibir, a la entidad que adquiere pagarés del Tesoro en firme y los cede temporalmente, un remanente líquido que equivale a los intereses no de-

vengados que le descuentan al efectuar la adquisición. Dicho importe puede ser invertido libremente y sirve, además, para financiar los intereses pasivos que se van satisfaciendo en plazos de vencimiento más cortos que el de los intereses activos que se cobran de una vez con el reembolso del pagaré. Por este procedimiento, sociedades como las que han fallado en fechas recientes, han dispuesto de importes líquidos muy elevados -sobre todo en relación a sus recursos- que les han proporcionado las entidades que han financiado los "repos", y que pudieron ser invertidos, en gran parte, en inmovilizado y en deudores. Aquí se encuentra, aparentemente, uno de los motivos de la suspensión de pagos -especialmente si se tiene en cuenta la anómala situación de la curva de rendimientos en el mercado de pagarés- y una razón que puede haber atraído a algunos especuladores al mercado: la posibilidad de obtener un préstamo sin demasiados requisitos ni análisis previos.

Es evidente, pues, que unas prácticas correctas de evaluación de riesgos -centradas en la solvencia de las entidades y en la variabilidad de los tipos de interés- y de valoración de los colaterales, hubieran minimizado las pérdidas. En consecuencia, es preciso revisar las prácticas actuales e implantar unas más ortodoxas con el fin de maximizar la seguridad de las operaciones y acrecentar la solidez del mercado.

Ahora bien, aun cuando es evidente que unos procedimientos operativos ortodoxos hubieran bastado para evitar estos incidentes o minimizar sus efectos, también es cierto que se han puesto de manifiesto algunas deficiencias en la regulación y en los sistemas de supervisión, que será preciso atajar.

Es claro, sin embargo, que cualquier revisión de la normativa debe de hacerse de manera que evite una regulación y supervisión detallada y costosa que yugule el desarrollo de los mercados restándoles innecesariamente competencia, flexibilidad y dinamismo. La experiencia indica, por otro lado, que no hay normativa, por muy detallada que sea, capaz de impedir el fraude, la mala gestión y la quiebra de una entidad financiera. Y desde luego, no hay normativa ni supervisión pública que pueda suplantar el buen hacer y la profesionalidad.

Por ello, la finalidad de la misma ha de ser la de reforzar la capacidad de valoración de los agentes, reducir los peligros de extensión de riesgos en cadena y la de proteger los intereses de los inversores últimos.

En consecuencia, creo que deberían revisarse mínimamente las reglas de registro y de acceso a los distintos mercados; debería de hacerse más accesible a los agentes del mercado la información necesaria para saber quién es quién y qué clase de actividad realiza realmente: debería de coordinarse la actuación de las autoridades supervisoras: deberían homogeneizarse las normas contables -de hecho, hay modelos oficiales que no permiten evaluar la situación financiera de algunos intermediarios-; deben revisarse estas normas contables, sobre todo en los que atañe a la operativa de valores; deberían reforzarse los requisitos de recursos propios, extendiendo los coeficientes genéricos y revisando su diseño actual para tener en cuenta en mayor medida y de manera más correcta los riesgos de intereses y para recoger los riesgos de crédito anejos a la operativa con valores; deben extenderse estos coeficientes de garantía a todos los operadores en los distintos mercados financieros, incluidos los de valores; y deben basarse en unos principios generales homogé-

neos; deberían aclararse algunos aspectos jurídicos de la operativa con "repos"; deberían exigirse auditorías externas y reforzar las inspecciones y tanto las auditorías como la información contable general deben de ser públicas; y, por último, sería necesario establecer, en algunos casos, ciertas reglas mínimas relativas a prácticas operativas y comerciales sobre todo, en lo que pueda afectar a los inversores no profesionales.

Estas cuestiones, y otras, están siendo tenidas en cuenta, en gran medida, en la normativa que se está preparando para los mercados de deuda pública que esperamos puedan ver pronto la luz, y esperamos que ello contribuya a aumentar la solidez del mercado.

RESUMEN DE PRENSA

LA INFORMACION ECONOMICA EN LA PRENSA EXTRANJERA

INDICE

	<u>PÁGINA</u>
EL GRAN PROBLEMA DE LA ESTABILIDAD DE LOS CAMBIOS	16.
ATENCIÓN A LA EDUCACIÓN ESCOLAR	35.
LA INFLACIÓN LATENTE	45.
EL ENIGMA DE LA BALANZA COMERCIAL DE ESTADOS UNIDOS	48.
USA: SIGUE LA PREOCUPACIÓN POR LA BOLSA....	52.