

**LA CRISIS DE LOS MECANISMOS DE CONTROL MONETARIO
Y LAS S.M.M.D.**

**Consuelo Díaz Martínez
José Mercado García**

LA CRISIS DE LOS MECANISMOS DE CONTROL MONETARIO Y LAS SMMD

UN POCO DE HISTORIA.

Hasta mediados de 1.970 la política monetaria del banco emisor consistía en ofrecer pasivamente los fondos que el sistema financiero demandaba.

Los primeros años de crisis internacional y, más en concreto, la necesidad de financiar crecientes necesidades públicas, obliga a cambiar el planteamiento de dicha política, introduciendo técnicas de control más rigurosas y preparando dispositivos de drenaje de fondos.

Se comienza así a dibujar un esquema básico de control de las magnitudes monetarias, a la vez que se empieza a ver la necesidad de dotar a la deuda del Estado de unos mercados secundarios al estilo de los existentes en el exterior, que ayuden en la tarea de financiación del déficit. El Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, en 1.974, fue sin duda la herramienta básica que posibilitó el vertiginoso desarrollo de nuestro mercado monetario.

La apertura de éste a las entidades de crédito extranjeras, en 1.978, dió alas a este proceso de sofisticación y eficiencia de nuestros mercados.

Las SMMD nacen en 1.981 inmersas en estos aires de liberalización del sistema financiero y al calor de los nuevos planteamientos en las técnicas de control monetario. Desde su origen,

las SMMD han estado ligadas, podríamos decir que formando parte del mismo impulso, al proceso de desintermediación financiera y al control del mercado interbancario por parte de la autoridad monetaria.

Así, las SMMD fueron pioneras en la apertura al público de los mercados financieros institucionales. Supieron hacer llegar a las empresas no financieras y particulares productos financieros el tipo de los certificados de depósito, emitidos por los bancos, consiguiendo que por primera vez inversores privados tuvieran acceso a rentabilizar sus fondos a los altos tipos imperantes en los mercados especializados.

En la otra vertiente de su actividad, la más ligada al mercado interbancario, las SMMD cubrieron un papel sin duda muy superior al que podían representar sus fondos propios. La aportación de las SMMD al desarrollo de un ágil mercado de CRMs, transformando plazos y asegurando un amplio mercado secundario de operaciones REPO, fue francamente importante.

La ligazón con el marco de control monetario en esta fase fue aún mayor que la descrita, produciéndose, en ocasiones, intervenciones de mercado abierto del Banco de España a través de las SMMD.

El papel cubierto por las SMMD en el desarrollo de los mercados monetarios viene explicado por sus propias características estructurales. El carecer de una estructura de depósitos como las entidades bancarias, y la relativamente pequeña dimensión de sus fondos propios (aunque sometidos a un intenso proceso de capitalización en estos años), les confieren una sensibilidad y una capacidad de adaptación a los cambios e innovaciones financieros muy importante.

La estructura de las carteras de las SMMD es un valioso termómetro de la situación del mercado monetario. Asimismo, la ausencia de costes de transformación importantes les dota de una singular agilidad para la transformación de plazos en el mercado interbancario y para el arbitraje y la conexión de los diferentes mercados.

Su capacidad de adaptación a los cambios del mercado la han demostrado con creces en la popularización del activo estrella de los últimos años, el pagaré del Tesoro:

Inmersos todavía en la línea de liberalización financiera, y de asegurar el mantenimiento de amplios mercados de negociación de deuda pública, se consolida la idea de financiar el déficit público de una forma más ortodoxa, siguiendo los criterios del mercado.

El pagaré del Tesoro cogió el relevo del CRM cuando éste se vió ahogado por su imposible acceso al público inversor. Tras unos meses de impasse, en los que en muchos sectores del mercado se preguntaban por el futuro de las SMMD, éstas demostraron su grado de asimilación de las innovaciones financieras, convirtiéndose en auténticas abanderadas de la extensión de los pagarés del Tesoro entre el público, fundamentalmente a través de las cesiones temporales de éstos, alcanzando cotas de penetración en este mercado muy elevadas.

Pero las SMMD no se conformaron con hacer llegar los pagarés del Tesoro a las empresas no financieras y particulares. Entendieron rápidamente que, mientras se estaba ofreciendo una valiosa posibilidad de inversión a los excedentes de tesorería de las empresas en REPOS de pagarés del Tesoro, la financiación de

muchos de ellos seguía dependiendo de los altos costes del crédito bancario.

En este punto se alcanzaron cotas muy elevadas de desintermediación, ofreciendo a empresas necesitadas de fondos la posibilidad de emitir pagarés propios a precios de mercado al margen del circuito crediticio. Estos pagarés emitidos por empresas suponían un instrumento idóneo de colocación de puntas de tesorería para las empresas con excedentes de liquidez.

LA LEY DE ACTIVOS FINANCIEROS.

Pero las cosas han cambiado. El pagaré del Tesoro, que nació con la doble vocación de vehículo adecuado para el control monetario y de instrumento de financiación del déficit a corto plazo, vió truncado su desarrollo con la aparición de la Ley de Rendimientos de Determinados Activos Financieros, en mayo de 1.985.

En concreto, su capacidad para ser un eficaz instrumento de control monetario, desapareció, al quedar absolutamente distorsionada su rentabilidad por criterios fiscales.

Como instrumento de financiación del déficit público, una vez terminados los procesos de ajuste en las carteras del público derivados de la promulgación de la Ley de Activos, tampoco ha conservado intacta su capacidad, pues la opacidad fiscal del instrumento ha hecho caer tanto su rentabilidad que ya sólo es atractivo para los fondos situados absolutamente al margen de la hacienda pública.

Pero este proceso es demasiado interesante como para despa-
charlo en dos párrafos. Veámoslo un poco más en detalle.

El estímulo fiscal que supuso la promulgación de la Ley de
Activos Financieros sobre la demanda de pagarés del Tesoro ele-
vó, en poco más de un año, las tenencias del público de este
activo en tres billones y medio. La permanencia de los coefi-
cientes de inversión de las instituciones de crédito en pagarés
del Tesoro añadía otros dos billones a ésta ya importante ci-
fra.

La unión de estos factores con la atonía prolongada del cré-
dito privado, hizo que le resultara fácil a la autoridad mone-
taria combinar la tarea de abaratar la financiación del défi-
cit, imponiendo un ritmo decreciente a los tipos marginales de
las subastas de pagarés, con el mantenimiento del control mone-
tario necesario, mediante el drenaje en las subastas primarias
de pagarés del Tesoro.

Y esta circunstancia fue posible por existir una abierta
disposición de las entidades de crédito a incorporar a sus car-
teras las emisiones públicas de pagarés, ante las expectativas
de rentabilidades decrecientes de los mismos.

En esta época, el pagaré del Tesoro acelera su ritmo de ex-
pansión entre el público y todavía vertebró los precios del
corto y medio plazo, haciendo llegar aún a todos los rincones
financieros los impulsos de la política monetaria.

La discriminación fiscal a favor del pagaré del Tesoro se
deja sentir rápidamente en los otros activos, y los pagarés de
empresa atraviesan un periodo profundo de crisis.

En estos momentos se agudiza, si cabe, la identificación de las SMMD con el instrumento básico que ofrecen, el pagaré del Tesoro.

Pero ya en este periodo los elementos de crisis latentes en el pagaré del Tesoro hacían mella en el sistema.

La afluencia masiva a las subastas de pagarés del Tesoro, ante las continuas expectativas bajistas, de las entidades del mercado "resolvió" el control monetario durante 1.985 y 1.986. Pero sería inexacto decir que estas subastas de pagarés del Tesoro eran un instrumento de control monetario por parte del Banco de España. Las peticiones crecientes de pagarés del Tesoro se financiaban en buena parte mediante las subastas de préstamos del banco emisor, aunque se iban abriendo en tijera los tipos del depósito interbancario y del pagaré del Tesoro. No hubo problemas de control mientras las peticiones de pagarés del Tesoro siguieron creciendo y mientras el sistema estuvo necesitado de subasta de préstamos. Cuando la demanda de pagarés por parte del público, con sus lógicos desniveles, se fue saturando y las expectativas a la baja comenzaron a frenar, el control monetario empezó a hacer crisis.

Desde principios de 1.986 esto es ya evidente, y la autoridad monetaria se decide a plantear abiertamente, apoyándose en el éxito de la materialización en anotaciones en cuenta de los pagarés del Tesoro, la necesidad de ampliar este esquema a la deuda a medio y largo plazo.

El proyecto se retrasa, pero el año, en términos de "control" monetario, se salva gracias a la buena disposición de las entidades para acumular en sus carteras volúmenes importantes

de deuda pública ante la "próxima" entrada en vigor de su materialización en anotaciones en cuenta, y merced a unas expectativas generales de bajada de tipos de interés espoleadas por factores extraordinarios, como la caída del precio de los crudos o la depreciación del dólar.

Se repite la misma secuencia que en 1.985, solo que en esta ocasión el activo con el que inflan sus carteras las entidades no se puede movilizar todavía a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero. Las carteras de pagarés del Tesoro se reducen al mínimo exigido por los coeficientes, con lo que los tipos de interés del corto plazo de este activo también se hunden, y se llega a una situación en la que, a través del Servicio Telefónico prácticamente no se negocian más que depósitos interbancarios, mientras que por fuera de los canales de control del Banco de España se multiplican los activos negociados (cesiones de crédito, cesiones de deuda en REPO, nuevo impulso de los pagarés de empresa, etc.).

No es de extrañar, pues, que, ante una situación como la que se produce en estos primeros meses de 1.987, la autoridad monetaria no encuentre mecanismos para enderezar el crecimiento de las magnitudes monetarias. De hecho, durante una buena parte de estos meses el único tratamiento aplicado ha sido el de elevar sucesivamente el marginal de la subasta de préstamos, confiando en una rápida extensión de estos mensajes restrictivos al crédito bancario.

No ha resultado tan sencillo, y ha habido que acudir a medidas de choque excepcionales, como la elevación del coeficiente de caja en un punto o la aplicación de este coeficiente a los aumentos en los saldos de pesetas convertibles de las entidades

de crédito, para intentar frenar la cada vez mayor entrada de dinero del exterior, atraído por el creciente diferencial de tipos de interés.

A la hora de redactar estas líneas, se vuelve por fin a plantear la necesidad de sacar un instrumento de control monetario, la letra del Tesoro. Posiblemente, si éste existiera ya, las dificultades actuales serían sensiblemente menores (*).

EL FUTURO.

En esta situación de desintegración del marco de control monetario, las SMMD, lógicamente, se resienten. No olvidemos que han nacido, han estado y están íntimamente ligadas a este control y, sobre todo, que necesitan la existencia del instrumento con el que se ejerce.

Lo que queremos decir es que la supuesta crisis actual de las SMMD es la imagen refleja de la crisis del sistema de control monetario del país. Y esto por varias razones. En primer lugar, porque en la composición de las carteras de las SMMD el peso abrumadoramente mayoritario lo ha de conformar el activo con el que la autoridad monetaria interviene en el mercado. Situación ésta establecida normativamente por la autoridad monetaria, que sigue muy de cerca su obligado cumplimiento.

En segundo lugar, porque a efectos del límite de inversión que a estas sociedades les aplica el Banco de España para cuidar su solvencia frente a riesgos excesivos, se ven enormemente penalizadas las tenencias de otros activos en sus carteras, penalización que va creciendo según los tipos de activos y el plazo de los mismos.

Creemos que el impasse actual refleja un cambio, una difuminación de la idea original sobre las SMMD. Cada vez estamos más lejos de aquella concepción que nos comparaba con otras entidades superespecializadas en otros mercados exteriores, al estilo de las discount houses inglesas, por ejemplo, y, al calor de la desintegración del mercado, se ha creado un importante clima de indefinición sobre el papel de las SMMD. Este clima favorece la adopción de medidas de corte aún más restrictivo sobre su operativa, medidas que pueden llegar a dañar su futuro funcionamiento en los mercados de deuda pública, que están a punto de ver la luz.

De un lado, se difuminan aquellos aspectos más ligados al control monetario en que iban a ser especialistas (operaciones de mercado abierto), dándolas cada vez el mismo tratamiento, a estos efectos, que al resto de intermediarios financieros. Pero, de otro lado, se reproducen y agrandan los controles y las normas restrictivas sobre la capacidad operativa de las SMMD.

Si esta difuminación de la idea original de entidades "diferentes" y especializadas va a continuar, parecería lógico que, paralelamente, se procediera a su progresiva homologación en las demás cuestiones, sobre todo operativas, con las otras entidades. Una homologación que, a cambio del reforzamiento de su base de capital y de su capacidad técnica, abandonara la vía de excesivo intervencionismo y de progresiva limitación de su capacidad operativa.

Y decimos esto porque estamos convencidos de que las SMMD, una vez más, van a demostrar su capacidad de adaptación a los cambios y de que van a ser entidades necesarias en el camino que queda por recorrer para el eficaz funcionamiento de los

mercados de deuda pública. En concreto, un reforzamiento de las estructuras de capital de estas sociedades, combinado con el mantenimiento de su ágil estructura en cuanto a costes de transformación, las volverá a convertir en líderes de la introducción de la deuda pública en anotaciones en cuenta entre las empresas no financieras y el público, como ya hicieron con los pagarés del Tesoro.

Y este aspecto no debería ser infravalorado, pues uno de los problemas que plantea el mercado de deuda pública a medio y largo plazo en este país es la ausencia de tenedores finales de este papel, seguramente por efecto de la fuerte presión inflacionista de años anteriores.

Paralelamente, vemos difícil que se pueda "hacer mercado" de deuda si no se tiene el respaldo de un mercado de futuros en el que poder apoyarse. La estructura de riesgo actual del grueso de las carteras de las entidades crediticias es muy seria y, ante situaciones de corte restrictivo como las actuales, se pueden encontrar en una situación de indefensión, al carecer simultáneamente de un mercado de tenedores últimos de papel a largo y de un mercado de futuros en el que poder "asegurar" parte de sus posiciones.

En este punto, creemos que el dinamismo mostrado por las SMMD en la transformación de plazos puede ser de valor capital. Estamos convencidos de que el desarrollo de los mercados de futuros y de opciones tiene en las SMMD un firme puntal.

Asimismo, consideramos innecesario explicar el peso y la profesionalidad que las SMMD podrían aportar al logro de un mercado secundario de deuda profundo, a través de las operacio-

nes REPO, tanto en el interior del mercado interbancario como en el enlace entre éste y el público inversor.

En el resto de activos ocurre algo parecido. Si, a pesar del "corsé" normativo con el que trabajamos, tenemos cotas de penetración muy importantes en el mercado de emisiones privadas y, sobre todo, en el de pagarés de empresa, una capitalización intensa de nuestras sociedades nos permitiría acceder a un nivel de intermediación aún mayor y más eficiente en estos mercados.

Teniendo en cuenta la estructura sencilla y transparente de los balances de las SMMD, el grado de conocimiento que la autoridad monetaria obtendría con respecto a un mercado que escapa a las mallas actuales de los agregados monetarios sería, además, muy importante.

Resumiendo, creemos que el futuro de las SMMD ha de pasar inevitablemente por un reforzamiento del capital de las mismas, conservando inalterables el resto de sus características estructurales, que les dan agilidad y sensibilidad sobradas para moverse en entornos de mercados cambiantes, a la vez que ha de ir desapareciendo, en línea con una mayor homologación con el resto de entidades, la específica y rígida normativa que pesa sobre ellas a la hora de operar.

Y creemos que esto no será sólo beneficioso para las SMMD, sino para el conjunto del mercado, al poder contribuir, de la forma en que lo hemos hecho anteriormente, a la formación de amplios mercados de deuda pública y, por supuesto, con el resto de emisores privados de obligaciones y pagarés.

(*) La Orden Ministerial de 11 de Junio de 1987, dispone la emisión de deuda del Tesoro formalizada en letras del Tesoro / durante 1987.