



**CENTRO DE
ESTUDIOS
MONETARIOS
LATINOAMERICANOS**

Asociación Regional de Bancos Centrales



BANK OF ENGLAND

ENSAYO 81

Desarrollo de mercados financieros

Simon T. Gray y Nick Talbot



ENSAYOS

Desarrollo de mercados financieros

Simon T. Gray y Nick Talbot

81

Primera edición, 2009

Derechos exclusivos en español reservados conforme a la ley
© Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 2009
Durango nº 54, México, D. F., 06700
Prohibida su venta

Impreso y hecho en México
Printed and made in México

I. Resumen e introducción

A los bancos centrales les interesa el buen funcionamiento de los mercados de dinero y de divisas, y del mercado secundario para valores públicos. Los mercados financieros eficientes apoyan al banco central tanto en su objetivo de estabilidad monetaria como de estabilidad financiera, y en forma más amplia deberían promover el desarrollo económico.

El buen funcionamiento de los mercados de dinero apoya la transmisión de una política monetaria basada en la tasa de interés y puede proveer de información al banco central. Los mercados de divisas líquidos pueden ayudar a estabilizar el tipo de cambio y reducir los costos de transacción del comercio y las transferencias transfronterizas. El desarrollo de estos mercados dará sostén a la introducción posterior de mercados financieros relacionados como el de reportos y el de derivados, lo que a su vez deberá llevar a un mejor manejo de riesgos y a la estabilidad financiera, y a un mayor bienestar económico. La liquidez y estabilidad de precios en los mercados de tasas de interés de corto plazo pueden favorecer la creación de mercado, y por ende su liquidez, en el mercado de valores. Esto a su vez debería reducir los costos de emisión para el gobierno y demás emisores a tasa fija. De hecho el mercado secundario para valores públicos puede fungir como catalizador para el desarrollo de mercados de valores de renta fija más amplios: su curva de rendimiento es el referente para determinar el precio del crédito al sector privado. El progreso de estos mercados deberá estar acompañado del desarrollo de una infraestructura de mercado apropiada que incluya un robusto sistema de pagos y liquidaciones y un marco legal favorable.

Muchas economías en desarrollo se caracterizan por la iliquidez de estos mercados básicos, y en la mayoría de los casos por un exceso de dinero primario, en la forma de saldos en exceso de la banca comercial en el banco central. El presente manual examinará lo que el banco central, y el ministerio de hacienda como emisores de valores públicos, pueden

hacer (y en algunos casos no debieran hacer) para promover el desarrollo de estos mercados.

II. Definiciones y antecedentes

1. *Mercados de dinero*

El término *mercados de dinero* usualmente se refiere al comercio mayorista (es decir, de alto valor) en fondos de corto plazo, sin garantía; pero puede incluir transacciones garantizadas, por ejemplo, el mercado de reporto de corto plazo. Los principales participantes en los mercados de dinero normalmente serán los bancos; pero otras empresas con grandes cantidades de efectivo para administrar en el corto plazo, tales como empresas de valores, quizás compañías de seguros, fondos de inversión y de pensiones, también pueden participar. Estrictamente hablando, entonces, el mercado interbancario es un subconjunto del mercado de dinero, aunque el término puede emplearse sin rigor para incluir tanto a los participantes bancarios como no bancarios. El concepto clave aquí quizás sea el de manejo de liquidez a corto plazo de fondos al por mayor.

En muchos países, el mercado interbancario equivale a un mercado de dinero de banca central (*fondos federales* en los Estados Unidos). Un banco con saldos transitoriamente excesivos en su cuenta con el banco central (generando ningún interés o a una tasa inferior al mercado) puede buscar depositar en o prestar a otro banco que experimenta una escasez transitoria de dinero de banca central. La tasa de interés a la cual los bancos intercambian sus saldos en el banco central será la tasa interbancaria. (Para los bancos centrales que emplean la tasa de interés como instrumento, la meta táctica de corto plazo de las operaciones monetarias es normalmente una tasa de interés interbancaria de corto plazo.) Pero en algunos países, no todos los bancos poseen cuentas de transacciones en el banco central, en cuyo caso su participación en el mercado interbancario puede que no involucre saldos en el banco central. De la misma manera, empresas no bancarias que operan en los mercados de dinero no estarán transando

saldos en el banco central. En este Ensayo el término *mercados de dinero* se utilizará para denotar el comercio interbancario de saldos en el banco central. Salvo que hubiera una segmentación importante del mercado, la distinción entre los mercados interbancario y de dinero no debería afectar la discusión.

La mayoría de los bancos centrales opera en los mercados de dinero como parte de sus operaciones de política monetaria y por lo tanto tienen un especial interés en asegurar que estos mercados operen de manera efectiva. La transmisión de la tasa de política hacia los mercados financieros y a la economía en general normalmente opera a través de la parte corta de la curva de rendimiento, es decir, en los mercados de dinero; y usualmente el banco central sólo apunta a manejar en forma directa el segmento de muy corto plazo de la curva de rendimiento, como mucho hasta dos semanas o un mes. El reporto usando valores públicos se ha convertido en el instrumento de preferencia de muchos bancos centrales en sus operaciones con sus contrapartes de la banca comercial cuando la liquidez escasea. Cuando hay exceso de liquidez, los incrementos de depósitos o la emisión de letras de banca central se emplean comúnmente. Pero en ambos casos la intención es influir en las tasas de interés de corto plazo del mercado de dinero (la palanca operativa es distinta, pero el objetivo táctico es el mismo).

2. Mercados de divisas

Mientras que el desarrollo de los precios y las operaciones en los mercados de dinero y de valores típicamente comienza en el ámbito mayorista, las transacciones en moneda extranjera generalmente se dan primero en el mercado minorista, posiblemente de forma tan simple como intercambios de efectivo en la vía pública. Estos mercados pueden ser muy eficientes en atender las necesidades del minoreo: es común ver en mercados emergentes una nutrida presencia de cambistas en la calle, con márgenes de cotización muy estrechos (con frecuencia mucho más ajustados que en los mercados desarrollados) y sin evidencias de segmentación (los precios y márgenes pueden variar marginalmente, pero sin ofrecer

oportunidades de arbitraje en el establecimiento del precio). El desafío, entonces, puede estar en trasladar parte del mercado, aquella que sostiene las transacciones de alto valor, de un terreno basado en efectivo a otro que no lo esté, que pueda facilitar las transferencias regionales o transfronterizas y suministrar un registro fiable de auditoría, pero sin imponer costos excesivos.

Un cambio hacia la negociación de divisas mediante un sistema de anotación para el mercado mayorista haría más fácil al banco central su participación de forma transparente y eficiente, ya sea para influir en el tipo de cambio o para utilizar la moneda extranjera como garantía en operaciones denominadas en moneda nacional. Si se percibe que el banco central está influyendo en el precio de forma no transparente, aumentará la incertidumbre del mercado; pero es muy difícil, si no imposible, lograr la transparencia si las operaciones del banco central están limitadas al mercado en efectivo. Además, las facilidades permanentes que requerían el conteo físico y la verificación de grandes cantidades de efectivo en la práctica podrían resultar inutilizables cuando se necesiten.

3. Mercados de valores del gobierno y del banco central

El mercado primario para un valor es el lugar donde un emisor crea el valor y lo vende al mercado. Esto puede hacerse de varias maneras cuando el emisor es un gobierno: subasta, venta de emisiones continuas, uso de consorcios de suscripción u otros intermediarios del mercado; pero siempre involucra la creación de nuevos valores y al gobierno como vendedor. Las ventas en el mercado primario cumplen la función de cubrir el déficit financiero del gobierno.

El mercado secundario de valores comprende la comercialización de valores posterior a su emisión y antes de su redención. No se requiere que el emisor participe como contraparte en las transacciones secundarias, aunque es posible que ello suceda. Las autoridades no pueden ser vendedores netos de valores en el mercado secundario, aunque pueden ser compradores netos, ya que sólo pueden vender en el mercado secundario los valores que hayan recomprado con

anterioridad en dicho mercado. Por lo tanto el mercado secundario no puede usarse para financiar un déficit fiscal; pero puede emplearse para el manejo de liquidez. Dado que las operaciones del mercado secundario, salvo aquellas que tienen como contraparte al emisor, no tienen un impacto directo en el costo de la deuda ni en su vencimiento, las autoridades podrían simplemente dejar el desarrollo del mercado secundario a sus participantes. Puede resultar subóptimo restringir las actividades del gobierno a la emisión primaria de deuda y dejar el desarrollo de las operaciones secundarias al sector privado y a las *fuerzas del mercado*, en términos de lo que usualmente constituyen los objetivos principales de la emisión. En el caso de los valores públicos, el objetivo suele ser minimizar en el largo plazo el costo de atender las necesidades de financiamiento del gobierno. En el caso de los valores del banco central, probablemente consista en apoyar el manejo de la liquidez. Algunos bancos centrales y ministerios de finanzas se encuentran con que el dominio del sector financiero por parte de un número reducido (quizás 2 ó 3) bancos implica que haya competencia insuficiente, y por lo tanto las fuerzas del mercado por sí solas son demasiado débiles para proveer los incentivos necesarios para un desarrollo fuerte del mercado.

Adicionalmente, puede haber un interés más amplio en asegurar la liquidez y eficiencia del mercado secundario para sus valores: con frecuencia se sugiere que este es el mercado que actúa de cimiento para todos los demás mercados de valores de renta fija, con su curva de rendimiento fungiendo de referente para la determinación de precios a lo largo de la curva global de créditos. Además, como se señaló bajo la definición de *mercados de dinero*, los bancos centrales suelen utilizar valores públicos al implementar sus operaciones monetarias.

El mercado secundario presenta elementos tanto de mayorío como de minorío. Mientras que las principales contrapartes del gobierno en su papel de emisor son participantes mayoristas, el sector minorista también es importante ya que aumenta la demanda (disminuyendo el costo) y también puede desempeñar una función social (poniendo a disposición del público instrumentos de ahorro libres del riesgo de

crédito). Pero para el banco central, cuyo interés está en operaciones garantizadas con la banca comercial, en el manejo de la liquidez, en la disponibilidad de garantía y en el contenido informativo de la curva de rendimiento, el mercado mayorista es el de mayor atención. De hecho, suele suceder que sólo se le permita a los bancos, y quizás algunas instituciones financieras no bancarias, comprar y tener letras de banco central, según los distintos motivos de su emisión. El presente documento por lo tanto se concentrará en el mercado mayorista.

4. Liquidez

El concepto de liquidez puede descomponerse en distintos factores:¹ estrechez, profundidad y resiliencia.

- *Estrechez*: el costo de dar vuelta una posición en un período corto. Un indicador de estrechez podría ser el margen entre el precio del comprador y el precio del vendedor en el mercado. Típicamente, este margen en términos de precio, y posiblemente también en términos de rendimiento (salvo quizás el margen de las colocaciones *overnight* si existen problemas de manejo de liquidez) o para activos que tienen mayor demanda. En el mercado de divisas, por ejemplo, suele suceder que el margen entre precio del comprador y del vendedor de la moneda nacional contra el dólar estadounidense (USD) es bastante menor que para otras divisas, reflejando el uso generalizado y la familiaridad con el USD en comparación con otras monedas extranjeras (en algunos mercados el euro resulta un segundo cercano) y una relativa facilidad en la cobertura de posiciones. En los mercados de valores, los valores referenciales (los de emisión más reciente dentro de su clase y vencimiento) suelen operarse con un margen más fino que otras emisiones de similar vencimiento.
- *Profundidad*: el tamaño de negociación requerido para variar el precio en un monto dado. Un margen entre precio

¹ Sugerido en Kyle (1985), *Econometrica*, vol. 53.

del comprador y del vendedor estrecho sólo es útil a los participantes si logran realizar operaciones a los precios indicados. Si sólo son válidos para montos reducidos, entonces el mercado es menos líquido. En muchos mercados, las transacciones pequeñas (minoristas) enfrentarán un margen más ancho que las pequeñas transacciones mayoristas, pero luego el margen se ensanchará nuevamente en la medida que el volumen crece (las economías de escala pueden verse superadas por el riesgo adicional de asumir una posición grande).

- *Resiliencia*: la rapidez con que los precios se recuperan de un choque aleatorio no informativo. Todos los mercados son proclives a reaccionar frente a choques: incluso la información básicamente irrelevante puede aumentar la incertidumbre y así mover los precios hasta que el mercado se da cuenta que es irrelevante (o hasta errónea). En un mercado profundo los precios retornarán rápidamente a su equilibrio anterior, pero en un mercado ralo el regreso puede ser lento o el mercado hasta puede estabilizarse en un nuevo nivel.

Estas definiciones pueden aplicarse a mercados de dinero, de divisas y de valores. De manera más prosaica, uno podría preguntar: ¿cuán fácil es para un banco (y en especial para un banco no estatal) contraer un préstamo en el mercado interbancario cuando surge la necesidad, y a qué precio? O ¿es fácil comprar o vender moneda extranjera o valores públicos al precio indicativo del mercado?

También puede ser útil, en el mercado de valores, distinguir entre la liquidez de: *i*) un valor; *ii*) una posición (lo que toma en cuenta el monto); y *iii*) un mercado. Aún cuando un mercado pueda describirse en términos generales como líquido, dentro de él pueden haber valores individuales muy líquidos, o ilíquidos. Asimismo un participante dominante en el mercado con una posición fuerte (ya sea larga o corta) puede toparse con dificultades para cerrar su posición rápidamente sin causar movimientos sustanciales en los precios (de tal forma que su posición pueda considerarse ilíquida), aún cuando otros participantes más pequeños no tengan dificultades en negociar sus posiciones. En igualdad con las

demás condiciones, un número mayor de participantes de similar tamaño debería promover la liquidez.²

En un mercado de valores, si la oferta en el mercado es inferior a la demanda generada por necesidades regulatorias y de inversión,³ los valores pueden ser *mantenidos con firmeza*, es decir, transados con baja frecuencia. El mercado podría ser relativamente ilíquido. Pero una mayor necesidad de financiamiento por parte del gobierno, suponiendo que sea cubierta por la venta de valores transables, ¿tendería a aumentar la liquidez del mercado? Quizás no: un aumento neto del gasto público puede generar una demanda adicional por instrumentos de ahorro (por ejemplo, si el gobierno consume más recursos, quedan menos para consumir por el resto de la economía, por lo que debería aumentar la demanda por el ahorro). Aún cuando promoviera la liquidez del mercado, ello no justificaría incurrir en un déficit mayor, dado que los beneficios de un mercado más líquido serían más que compensados por costos totales más altos. Para un administrador de deuda, la liquidez es útil en la medida que reduce el costo de emisión en el largo plazo: esto no tiene un beneficio *per se*. Sin embargo algunos gobiernos han apuntado a mantener un nivel mínimo de emisión bruta, incluso acumulando activos, antes de reducir el monto circulante de valores por debajo del nivel objetivo. En algunos casos, esto es así porque esperan necesitar el mercado en el futuro, o porque creen que existen beneficios más amplios para la economía a raíz de la existencia de al menos un pequeño mercado de valores públicos. Además, puede que el programa de emisión primaria de valores públicos enfoque la

² “Un mayor número de participantes aumenta la probabilidad de negociación de tipo *doble coincidencia de necesidades* y reduce la probabilidad de requerir los costosos servicios de custodia de formadores de mercado.” (*New Zealand Debt Management Office*.)

³ Las necesidades regulatorias podrían incluir el requerimiento de la superintendencia a los bancos y compañías de inversión de mantener cierta proporción de sus activos en valores líquidos y libres de riesgo de crédito; o permitir que las tenencias de valores públicos o del banco central sirvan para cubrir los requerimientos de reserva; o simplemente un mercado cautivo en el cual los bancos deban mantener cierta porción de sus activos en valores públicos.

concentración de volumen en vencimientos de referencia⁴ en lugar de emitir a lo largo de la curva de rendimiento.

Puede haber un elemento de círculo virtuoso: si los participantes del mercado están más dispuestos a operar y asumir posiciones en un mercado donde esperan que continúe habiendo un alto nivel de liquidez, esta disposición en sí contribuirá a mayor liquidez: *la liquidez produce liquidez*. A mayor liquidez debería reducirse tanto la volatilidad de precios como el margen entre el precio de comprador y de vendedor. Reduciendo las barreras de ingreso se puede esperar mayor participación. Pero estos elementos de liquidez no pueden forzarse sobre un mercado si las tasas de interés presentan volatilidad debido a otras causas, como puede ser el comportamiento impredecible (o negativamente predecible) por parte del gobierno, o la volatilidad en el tipo de cambio o en la inflación; o si la oferta es insuficiente.

5. *¿El banco central como formador de precios?*

En cada mercado el banco central tendrá un papel distinto en la fijación de precios. A grandes rasgos, uno esperaría:

- Mercados de dinero: el banco central suele ser formador de precios en la parte muy corta de la curva de rendimiento, por motivos de política monetaria; pero normalmente no será formador de precios en vencimientos mayores a catorce días, o en todo caso, más allá de la fecha de la próxima reunión del comité de política monetaria dedicada a revisar las tasas oficiales. Más allá de este punto, las tasas del mercado deberían reflejar las expectativas acerca del futuro de las tasas oficiales.
- Mercados de divisas: si una meta cambiaria forma parte de su política monetaria, el banco central podrá ser un formador de precios, o influir fuertemente sobre ellos. En mercados pequeños donde el banco central es un actor dominante, puede buscar estabilizar los precios aún cuando

⁴ Los plazos de vencimiento de dos, tres, cinco y diez años son considerados como los estándares globales para vencimientos de referencia. Pero en muchos mercados en desarrollo las referencias pueden ser de plazos aún menores, quizás inicialmente de tres, seis y doce meses.

no quiera guiar el tipo de cambio. En otros países el banco central será sin duda un tomador de precios.

- Mercados de valores: el banco central deberá ser únicamente un tomador de precios. Si emite valores propios con vencimiento superior a catorce días, esto es para manejar la liquidez en lugar de para implementar la política monetaria. En caso de actuar como agente del ministerio de finanzas puede desempeñar algún papel en minimizar la volatilidad excesiva (aunque esto es difícil de definir) de los precios del mercado secundario, pero debe asegurarse que esto no interfiera con su función de política monetaria.

III. Desarrollando mercados de dinero

1. Transmisión de la política monetaria y dominancia del mercado

Los mercados de dinero juegan un papel importante en la implementación efectiva de la política monetaria mediante instrumentos indirectos. Usualmente esta relación se refuerza mutuamente: es difícil desarrollar los mercados de dinero si el diseño o la implementación de la política y las operaciones monetarias son subóptimas; en cambio las operaciones de política del banco central serán más efectivas a medida que se desarrollen los mercados de dinero. Cuanto más competitivo y líquido sea el mercado, es probable que la transmisión de la política monetaria sea más efectiva.⁵

⁵ La liquidez contribuye a estimular el mercado de valores públicos ya que reduce el riesgo de liquidez en la tenencia de bonos, por ejemplo, mediante la provisión de un mercado de reportos. Por ejemplo, la decisión del Banco de Inglaterra de crear un mercado abierto de reportos de bonos gubernamentales en el Reino Unido (RU) en 1996 apuntó a varios objetivos: *i*) volver a atraer inversionistas extranjeros al mercado de bonos emitidos por el gobierno del RU; *ii*) proveer de forma más amplia un instrumento alternativo y atractivo para el manejo de liquidez de corto plazo por parte de bancos y otras instituciones financieras; y *iii*) desde 1997, para uso diario en las OMA del Banco y por ende para contribuir a promover el desarrollo de mercados de dinero eficientes y competitivos para la libra esterlina.

Mediante el uso de instrumentos indirectos, el banco central opera con el mercado en su totalidad, y no con cada institución individual. Si sustrae o inyecta liquidez del o al mercado en su totalidad, o cambia la tasa a la cual opera, se espera que las fuerzas del mercado, en primera instancia a través de los mercados interbancario, de divisas y de valores, y luego mediante las transacciones de la banca comercial con sus clientes, pasen o *transmitan* el efecto de las acciones del banco central. Si reduce la tasa en sus operaciones de mercado abierto (OMA) y facilidades permanentes (FP), entonces las tasas interbancarias para todos los bancos se reducirán, y así sucesivamente. Pero si la competencia es insuficiente, con frecuencia porque el mercado está dominado por uno o un pequeño núcleo de bancos estatales que no se rigen completamente por incentivos comerciales, entonces puede que los bancos dominantes no pasen íntegramente el cambio en las tasas, o hasta se deslicen hacia un nivel de tasas independientes de las decisiones de política del banco central, mientras que los clientes pueden no tener la opción de cambiar de banco. La dominancia en el mercado actúa en contra del desarrollo de un mercado interbancario líquido, y en contra de la efectiva transmisión de la política monetaria a través del canal de la tasa de interés. El impacto de las acciones de política del banco central tenderá a ser más débil e incierto que en el caso opuesto.

También puede haber problemas si el gobierno es el prestatario dominante o único en el mercado, y el mercado se caracteriza por un exceso de liquidez.⁶ En tal caso, si el banco central intenta subir las tasas, será el banco central (a través de sus operaciones de sustracción de liquidez) o el gobierno (mediante la emisión de deuda) quien asuma el costo. Pero es poco probable que ello afecte el comportamiento de gasto de éste, y es incluso posible que el gobierno presione al banco central para limitar los incrementos.

⁶ Si una débil demanda de crédito del sector privado refleja un débil crecimiento económico, entonces la inflación no será una preocupación mayor y habrá poca necesidad de aumentar las tasas de interés. Pero si el sector privado tiene fondos provenientes del gasto público o del flujo de capitales, entonces puede haber presiones en la demanda de consumo que el banco central quisiera compensar.

Además, si ya poseen liquidez excesiva, puede que a los bancos comerciales no les haga falta incrementar las tasas pasivas en la misma proporción que las tasas oficiales para atraer fondos suficientes y comprar valores gubernamentales o del banco central disponibles. Aún en tales circunstancias, sin embargo, puede haber algún impacto de un cambio en las tasas de interés del banco central. Siempre que exista alguna actividad en la toma de depósitos y el otorgamiento de préstamos al sector privado, los cambios en las tasas deberán tener algún impacto en el comportamiento económico, aún cuando más débil de lo que el banco central quisiera.

La banca estatal no siempre responde a los incentivos normales de fijación de precios y rentabilidad, ya que no siempre está motivada comercialmente. En cambio, puede que responda a requerimientos de política del gobierno: es menos probable que reaccione ante incentivos (o la remoción de desincentivos) para el manejo activo de su liquidez. La competencia también podría ser débil en casos donde el sistema está muy desbalanceado, de tal forma que un pequeño número de bancos poseen un exceso de liquidez mientras que para un número mayor es escasa. Esta es una posición bastante común. Si la banca privada es de reciente creación, tenderá a ser más pequeña que la banca estatal. En muchos países, donde no existe un esquema de protección de depósitos, los bancos estatales se benefician de una garantía implícita del gobierno, que resulta en una distorsión de mercado: la banca estatal atrae depósitos minoristas y otros a tasas bajas, y suele prestar a tasas bajas a los sectores riesgosos, identificados como *prioritarios*; mientras tanto la banca privada lucha por captar depósitos a tasas competitivas y prestar al sector privado más eficiente.

En resumen, será muy difícil lograr una transmisión efectiva de la política monetaria a través de instrumentos indirectos si el sector bancario está dominado por la banca estatal (u otra) y no hay suficiente competencia.⁷ Esto no implica que el banco central no deba comenzar a implementar su política por medio de mecanismos indirectos, ya que siempre será mejor tener algún tipo de fijación de precios y comercio

⁷ Ver el Anexo 2, para una forma de medir la dominancia del mercado.

interbancario en el mercado a no tener ninguno. Pero esto señala la necesidad de atacar el problema de la dominancia del mercado. Se suele recomendar la privatización, o en su defecto, introducir incentivos de mercado para la banca estatal⁸ (el gobierno debe tratar con ellos a distancia, evitando la microadministración), pero es difícil implementar estas recomendaciones con rapidez. Otro enfoque es reducir los privilegios otorgados a la banca estatal, por ejemplo con relación a la suficiencia de capital, poniéndoles en igualdad de condiciones legales con la banca del sector privado, y permitiendo el crecimiento del sector privado. Un buen ejemplo de esto se dio en Marruecos.⁹ Quizás esto no sea posible sin permitir el ingreso de la banca extranjera al mercado, dado que la ausencia de las garantías implícitas del gobierno que apoyan a la banca estatal puede erigirse en un obstáculo competitivo casi insuperable para bancos privados nuevos, enteramente locales, que buscan atraer depósitos.¹⁰

Al mismo tiempo que desarrolla el mercado de dinero, el banco central deberá suministrar la infraestructura apropiada, establecer un marco de supervisión y asegurarse que las técnicas apropiadas de manejo de riesgos ya están operativas en los bancos de reciente adopción de incentivos comerciales. Estos temas son tratados con más detalle en el capítulo V.

2. La estructura de operaciones monetarias

El enfoque del banco central con respecto a sus operaciones monetarias, directo o indirecto, y el diseño de estas operaciones impactarán en el desarrollo de los mercados financieros.

⁸ Pero no la recapitalización: esto los hace más caros para potenciales compradores, pero en nada aumenta su eficiencia o disminuye su dominancia.

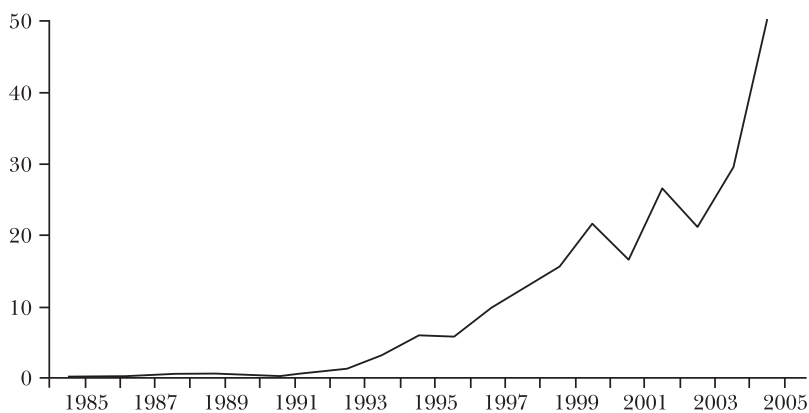
⁹ Ver el sitio Web del banco central (www.bkam.ma), sección sobre Sistema Bancario, comentarios de la Visión General en cuanto a la reestructuración de la *Banque Centrale Populaire* y los bancos populares regionales.

¹⁰ Por supuesto que hay casos de instituciones financieras del sector privado que atraen depósitos en forma sustancial y crecen rápidamente, pero también hay algunos casos en que tales instituciones luego colapsan.

En un extremo, el uso de controles directos (administrativos) para la implementación de la política monetaria, tales como controles a la tasa de interés o a la cantidad de dinero, obstaculizará el desarrollo de un mercado de dinero. Dichos controles, cada vez menos utilizados hoy en día, pueden limitar la competencia lo cual podría beneficiar tanto a prestatarios como a depositantes. Impiden a los bancos más eficientes expandir sus depósitos y préstamos ofreciendo tasas pasivas más altas y tasas activas más bajas. Y los controles típicamente perpetúan las participaciones históricas en el mercado y por lo tanto limitan el progreso. La eliminación gradual de estos controles y la migración hacia instrumentos indirectos para la implementación de la política monetaria alientan a la banca a manejar su liquidez de forma más activa.

El banco central tiene que decidir acerca del tipo de transacción, por ejemplo, transacciones revertidas (préstamos garantizados; depósitos a plazo o emisión de notas; reportos o *swaps*) o transacciones en firme, y de la garantía subyacente (valores del gobierno, de la banco central o de la banca comercial) que utilizará en las operaciones indirectas. El empleo de un instrumento particular aumentará su familiaridad en el mercado, y puede impulsar un nuevo mercado. Por ejemplo, la decisión del banco central de Inglaterra en 1997 de introducir en sus operaciones monetarias los reportos con bonos del gobierno del Reino Unido le dio a este

GRÁFICA I. VOLUMEN DE TRANSACCIONES EN EL MERCADO DE REPORTOS, 1985-2005 (promedio diario, en miles de millones de AUD)



FUENTE: Reserve Bank of Australia.

mercado incipiente, había surgido sólo un año antes, un estímulo adicional de liquidez. El banco central de Australia (*Reserve Bank of Australia*) comenzó a utilizar el reporto a comienzos de los años noventa a pesar de que el mercado empezó escaso; posteriormente hubo un fuerte crecimiento.

El vencimiento y la frecuencia de las operaciones del banco central son importantes. Muchas operaciones de mercado abierto (OMA) del banco central para fijar la tasa de interés tienen un plazo de catorce días o menos. Toda operación de mayor plazo, se hace a tasas de mercado y con menor frecuencia, por ejemplo, mensual. Las OMA normalmente se llevan a cabo en una sola dirección, inyectando o retirando liquidez, en un día dado. Las facilidades permanentes (FP) pueden estar disponibles en ambas direcciones (un crédito de FP es esencial para evitar el riesgo de interrupción de los sistemas de pagos; los depósitos de FP se están tornando más comunes), pero típicamente sólo pueden hacerse para transacciones *overnight*. Esto asegura que los bancos que requieren transacciones de mayor vencimiento que las OMA deban recurrir al mercado. Por ejemplo, si un participante en el mercado de libras esterlinas o euros requiere una transacción con un plazo mayor a siete días, tendría una oportunidad por mes para transar operaciones de mercado abierto de manejo de liquidez; de otra forma sería necesario recurrir al mercado. Sin embargo, algunos bancos centrales operan con el mercado en forma regular, semanalmente o con mayor frecuencia, en un rango de plazos de hasta varios meses, a veces en calidad de formador de precios. Esto reduce el alcance y el incentivo a los bancos para desarrollar el mercado interbancario, ya que existen frecuentes oportunidades para operar con el banco central, y típicamente desde el punto de vista administrativo son más fáciles de manejar que las transacciones con el mercado. Es probable que sea muy fina la línea entre un buen manejo de liquidez y la eliminación de los incentivos de mercado (pero algunos bancos centrales claramente están del lado equivocado).

La definición de reservas elegibles también puede afectar el desarrollo de los mercados secundarios. Donde hay encajes vigentes, como en la mayoría de países, las actividades de

formación de mercado serán estimuladas si el banco central excluye las transacciones interbancarias de la base de cálculo del encaje, los pasivos de un banco que entran en el cálculo del coeficiente de encaje. Si el Banco A se endeuda en 100 con el Banco B y le presta 100 al Banco C (asumiendo un riesgo de crédito, pero con margen de ganancia), su hoja de balance aumentará en 100. Un posterior aumento en los requerimientos de encaje impondría un costo al intermediario (Banco A) que quizás podría más que compensar la ganancia por intermediación en la operación. Al considerar cuáles activos deberían ser elegibles para constituir el encaje, la mayoría de los países acepta únicamente saldos en cuenta corriente con el banco central y a veces (por lo general con limitaciones) efectivo en bóveda. La inclusión de otros pasivos del banco central, como letras del banco central, u otros activos como valores públicos, tiende a tornar menos predecible el impacto del mismo encaje, reducir la efectividad de las operaciones monetarias y obstaculizar el desarrollo de un mercado secundario líquido para estos valores.

La selección de contrapartes para las operaciones monetarias del banco central también afectará el desarrollo de los mercados. Un conjunto restringido de contrapartes (acceso privilegiado al banco central) puede contrarrestarse mediante un requerimiento de que distribuyan liquidez al sistema financiero a través de una función de formadores de mercado, como el sistema de operador primario (*Primary Dealer*) en los Estados Unidos. El equilibrio entre restringir el acceso a las operaciones del banco central (que podría argumentarse constituye un enfoque anticompetitivo) y el beneficio de la formación de mercados debe reevaluarse periódicamente. Donde existen cientos de potenciales contrapartes, puede haber una ganancia en eficiencia al trabajar con un grupo más pequeño de intermediarios. En tal caso el grupo debería ser abierto, permitiendo el ingreso o salida de instituciones según la evolución de sus negocios. En algunos mercados, sin embargo, el papel de operador primario o formador de mercados simplemente actúa como barrera para las operaciones directas entre bancos, o entre los bancos comerciales y el banco central.

3. Manejo de liquidez por el banco central

Al diseñar su marco de operaciones monetarias, el banco central deberá optar entre un posicionamiento pasivo o activo frente al manejo de liquidez. Algunos bancos centrales adoptarán un enfoque pasivo, debido, quizás, a su incapacidad de pronosticar con certeza la posición de liquidez del mercado, creando una fuerte dependencia de las FP como principal instrumento de manejo de liquidez; o simplemente dejando el exceso de liquidez en el mercado. Otros tomarán un enfoque más activo, usando las OMA como su principal herramienta de manejo de liquidez, con las FP como mecanismo de *válvula de seguridad* para la liquidez. La diferencia de enfoques se verá reflejada, en parte, por el ancho, medido en puntos básicos, de la banda de tasas de interés entre servicios de préstamo y depósito. Es más probable que un enfoque pasivo resulte en una banda estrecha¹¹ si al banco central le interesa reducir la volatilidad de corto plazo en las tasas. Esto reduce el costo de operar con el banco central (ya que es una contraparte sin riesgo) a los participantes del mercado, con el resultado de que las transacciones con los FP constituirán una proporción mayor del total de operaciones del banco central con el mercado. Un trabajo reciente del banco central de India (*Reserve Bank of India*)¹² señala que: “existe un riesgo moral que las operaciones pasivas del banco central en el mercado puede estar resultando en que algunos protagonistas del mercado no estén haciendo lo suficiente para su propio manejo de liquidez” (el ancho de banda es de 100 puntos básicos). En el extremo, el banco central podría operar como un corredor de dinero sin margen, dando y tomando fondos a la misma tasa y en todo momento, aunque en tal caso los bancos no tendrían incentivo alguno para

¹¹ La definición de *ancha* o *estrecha* variará de mercado en mercado. En algunos países una banda de 100 puntos en torno a la tasa de política sería bastante estrecha, y las FP podrían resultar relativamente baratas para los usuarios. En otros, una banda de 25 puntos en torno a la tasa de política podría ofrecer incentivo suficiente para que los bancos buscaran liquidez en el mercado antes de recurrir al banco central.

¹² “Coping with liquidity management in India: a practitioner’s view”, Rakesh Mohan.

operar entre ellos ya que sus necesidades siempre podrían atenderse operando con la contraparte de mayor credibilidad.¹³ En algunos casos existe una banda ancha entre las FP, y el exceso de liquidez se deja en el mercado. Esto tiende a estar asociado con un pobre manejo de liquidez del mercado y tasas de interés volátiles en el corto plazo.

En cambio, un enfoque activo establecería una banda lo suficientemente ancha como para que los participantes del mercado tuvieran incentivos para buscar en primer lugar una contraparte en el mercado, dejando a las FP del banco central como último recurso. Pero una banda demasiado ancha podría resultar en una *excesiva* volatilidad de la tasa de interés, lo que desestimularía las operaciones: los bancos pueden estar tan poco dispuestos a pagar una tasa alta para acceder al crédito del banco central, o a atraer el estigma que suele estar asociado a su uso, que aumentan sus tenencias por precaución de liquidez antes de verter cualquier exceso en el mercado.¹⁴ Por supuesto, existe una relación inversa entre la tasa de rendimiento potencial obtenible en el mercado y el riesgo de crédito asociado.

El plazo del período de integración del encaje también es importante. En un sistema de encajes promedios, sean los encajes obligatorios o sobre una base contractual voluntaria, existe un período de integración superior al de un día, de forma que los bancos no necesitan alcanzar la meta de encaje establecida todos los días, y en cambio pueden usar el exceso de tenencia de reservas de cierto día para cumplir con un déficit en días precedentes o venideros. La mayoría de los países emplea un período de dos semanas o un mes, con el objetivo de suavizar el perfil de las tasas de interés de corto

¹³ Uno de los bancos centrales del Golfo adopta justamente este enfoque, para garantizar su paridad fija con el USD. No existe mercado interno, ya que al operar con el banco central siempre se logra el mejor tipo de cambio. Si en tales circunstancias un banco central no cobra por sus servicios, podría tornarse agobiante un volumen excesivo de operaciones.

¹⁴ En algunos países la tasa de préstamo FP se ha despegado de las tasas de mercado, generalmente cuando un exceso general de liquidez implica que el crédito de las FP rara vez es necesario. En tales casos la tasa de préstamo FP puede ser mucho más alta que las tasas de corto plazo del mercado.

plazo.¹⁵ En tal sistema puede haber menor incentivo para administrar la posición de liquidez activamente sobre una base diaria. Por lo tanto los bancos centrales deberán considerar si el beneficio de introducir o alargar un período de integración de encajes mayor a un día, al suavizar la volatilidad de la tasa de interés de corto plazo, puede resultar neutralizada por una reducción de la actividad en el mercado.¹⁶ Las experiencias en este tema son mixtas, y depende no sólo del plazo del período de integración y el grado de aplicación de promedios permitido, sino también en el grado de certeza de que el banco central manejará apropiadamente la liquidez durante el período de integración. Por ejemplo, si los bancos no pueden confiar en que el banco central administra la liquidez con precisión, tenderán a mantener saldos mayores de liquidez por precaución y pueden ser reacios a reducir sus saldos en el banco central por temor a quedarse cortos (y así tener que pagar tasas punitivas, a veces muy punitivas, por el préstamo de las FP). El uso de promedios reducirá la restricción diaria y, siempre y cuando el período de integración sea de al menos dos semanas de duración, podrá liberar a algunos bancos para que puedan aprovecharse de las oportunidades del mercado. Desde la introducción del promedio en mayo del 2006, el Banco de Inglaterra ha encontrado que el volumen de la operativa interbancaria *overnight* no ha caído; se han visto experiencias similares en otros mercados (de hecho, en algunos ha crecido). Pero la integración por promedios en sí mismo no es condición suficiente para la actividad del mercado.

Si no se permite usar promedios, los bancos mantendrán cierto nivel de reservas voluntarias. Sin embargo, si el costo de mantenerlas es alto, como lo fue en el Reino Unido antes de mayo del 2006 cuando no se remuneraba los saldos de

¹⁵ Un período del promedio de una semana, utilizado por un pequeño número de bancos centrales, normalmente es demasiado corto para incentivar el uso activo de promedios por los bancos comerciales.

¹⁶ Otros temas que ameritan consideración son el impacto en la oferta de dinero de reserva del banco central (el promedio puede reducir su demanda) así como preocupaciones de tipo prudencial en torno al manejo de liquidez por parte de la banca comercial.

encaje, los bancos tenderán a mantener el nivel más bajo posible. En general los bancos adjudicarán un mayor peso a la minimización de costos que a la estabilidad de la tasa de interés; los bancos centrales tienden a dar mayor importancia a la estabilidad de las tasas de interés.

4. *El pronóstico de liquidez*

Para un manejo exitoso de la liquidez, el banco central necesita entender los flujos entre el banco central y el mercado, es decir, un análisis de los flujos reflejados en el balance del banco central. Los bancos centrales tienen que pronosticar los factores autónomos que afectan las reservas, principalmente el circulante, los activos externos netos y el crédito neto al gobierno, y realizar las operaciones compensatorias con los bancos de manera que las tenencias de reservas de la banca comercial se aproximen a los niveles demandados. Un deficiente manejo de liquidez por parte del banco central puede debilitar el incentivo a un manejo activo de liquidez por parte del sistema bancario. Las operaciones de sintonización fina, por ejemplo, al final del período de integración de encajes, siempre pueden enfrentar cambios tardíos en las condiciones de liquidez,¹⁷ pero si existe preocupación acerca de la capacidad de pronóstico de factores autónomos sujetos a variaciones grandes y volátiles, quizás sea mejor para el banco central atacar los problemas subyacentes.

El *crédito neto al gobierno* es típicamente el componente más volátil e impredecible: resulta esencial un buen manejo de caja por parte del gobierno para que hayan condiciones tranquilas para operar en el mercado. En muchos países el banco central solicita una proyección de los flujos clave de ingresos y gastos del gobierno, desagregados por componente, con la mayor frecuencia posible de información (idealmente diaria, pero al menos semanal) y que cubra al menos hasta el final del actual y próximo período de integración de encajes. El banco central también requiere que el gobierno

¹⁷ Y si el mercado anticipa que estas operaciones se harán, entonces serán efectivas en limitar la excesiva volatilidad de las tasas de interés de corto plazo que de otra forma producirían los desequilibrios de liquidez.

le notifique por adelantado si habrá algún desvío significativo del cronograma.

5. Datos indicativos y reales del mercado

Los mercados prosperan con la información. El suministro de suficiente información a los participantes del mercado, ya sea acerca de las operaciones del banco central (por ejemplo, el tamaño y la tendencia de la posición de liquidez del mercado con relación al banco central) o de las transacciones interbancarias, también contribuirá en alentar a los bancos a un manejo activo de su posición de liquidez.

En los mercados desarrollados con sistemas modernos de comunicaciones, generalmente hay dos tipos de información disponible con relación a la tasa de interés: datos indicativos acerca del precio de compra y de venta que pueden estar disponibles virtualmente en tiempo real y sobre una base continua; e información actual de las operaciones, que generalmente sólo está disponible en forma agregada, con un rezago y por períodos determinados, por ejemplo, un día.

El primer tipo, tasas indicativas de mercado, son publicadas normalmente por la asociación de bancos comerciales, por ejemplo, la Libor (tasa interbancaria ofrecida en Londres) publicada por la asociación de banqueros británicos (*British Bankers' Association*, ver www.bba.org.uk) o Euribor, publicada por la federación bancaria europea (ver www.euribor.org). Un panel de bancos, normalmente los más grandes en cada mercado, proveen a las asociaciones de bancos de tasas indicativas cada día a una hora predeterminada, para un rango establecido de plazos, por ejemplo, *overnight*, 1 semana, 1, 2, 3... 12 meses, un monto fijo y una calificación crediticia dada.¹⁸ Ello puede expresarse de la siguiente manera: *¿A qué tasa esperaría usted ofrecer a un prestatario de alta calificación solicitando X millones por Y días?* o *¿A qué tasa esperaría usted poder endeudarse?* La BBA procede a eliminar las respuestas más alejadas, es decir el 10% más alto y más bajo

¹⁸ En el caso de Euribor, por ejemplo, “la tasa a la cual los depósitos interbancarios a plazo en euros son ofrecidos por un banco de primera línea a otro banco de primera línea”.

de las cotizaciones, y a publicar el promedio de las tasas restantes, generalmente antes del mediodía de la misma jornada. Dado que las tasas son indicativas, no existe información de montos para publicar. Es más, en la mayoría de los mercados el banco central no conoce el monto total de transacciones interbancarias, ni necesita saberlo. Las tasas indicativas basadas en un formato transparente pueden ser preferibles a un promedio ponderado de tasas actuales suministradas por los mismos bancos, ya que en este caso la tasa podría variar en función de diferencias en la calificación crediticia del prestatario, el monto prestado, la hora del día, el vencimiento exacto y así sucesivamente.

En los mercados desarrollados, donde el diferencial entre el precio de compra y de venta para montos y contrapartes estándares es estable y bien conocido, alcanza con publicar una tasa *ofrecida*. El cuadro 1 muestra la Libor esterlina publicada por la BBA.

CUADRO 1. TASA LIBOR PARA GBP, EN AGOSTO DEL 2006

GBP	Agosto del 2006				
	21	22	23	24	25
spot next -					
overnight	3.08500	3.08313	3.07563	3.04844	3.02594
1 semana	3.08988	3.08825	3.08150	3.06138	3.04413
2 semanas	3.09688	3.09813	3.08938	3.07313	3.06813
1 mes	3.10763	3.10825	3.10825	3.10050	3.09875
2 meses	3.15763	3.16263	3.16125	3.16938	3.17088
3 meses	3.24488	3.24863	3.25413	3.25613	3.25625
4 meses	3.30488	3.30588	3.30875	3.31650	3.31625
5 meses	3.37500	3.37900	3.38138	3.39013	3.38325
6 meses	3.43625	3.43575	3.43613	3.44600	3.43725
7 meses	3.48563	3.48550	3.47125	3.48338	3.47000
8 meses	3.52788	3.52550	3.50625	3.52813	3.51000
9 meses	3.56875	3.56463	3.53675	3.55813	3.54288
10 meses	3.60700	3.59500	3.56313	3.58488	3.56638
11 meses	3.63638	3.62750	3.58825	3.61400	3.58875
12 meses	3.66088	3.65338	3.60975	3.63475	3.60875

En los mercados más recientes puede justificarse la publicación del diferencial estándar, o de las tasas del comprador y del vendedor si el diferencial es volátil.

RECUADRO 1. EL PAPEL DEL CORREDOR

La función del corredor en los mercados financieros mayoristas es actuar como intermediario o agente, juntando a dos contrapartes independientes de una manera efectiva en términos de costos.

Un corredor no asume posiciones propias, y por lo tanto no asume en sus propios libros los riesgos financieros de las operaciones que intermedia. Él actúa como medio de transmisión de los datos de precios y noticias del mercado. Al ofrecer información del mercado, tanto actual como histórica, ayuda al cliente a valorar un amplio espectro de productos al tiempo que percibe una comisión de corretaje por sus servicios.

Lo más importante es que el corredor le da liquidez al mercado. Las transacciones se operan por teléfono o pantalla, dando acceso a una red de potenciales contrapartes mayoristas en todo el mundo. Es importante tomar nota de que ni el público en general ni el inversionista minorista tienen acceso al mercado mayorista de los corredores.

Una responsabilidad primordial del corredor es proveer una rápida ejecución. Ello requiere habilidades de negociación y una aguda conciencia de las prácticas del mercado. Al proveer al cliente de un servicio neutral y expeditivo, se asegura la confidencialidad de información sensible acerca del precio y la contraparte.

FUENTE: *Wholesale Markets Brokers' Association* (www.wmba.org.uk).

El Banco de la Reserva Federal de Nueva York publica datos reales de la operativa en la forma de la tasa diaria efectiva de fondos federales (un promedio ponderado por volumen de las operaciones interbancarias *overnight* intermediadas por los corredores principales), así como el rango. También se dispone de tasas equivalentes para la libra esterlina (conocida como SONIA)¹⁹ y el euro (EONIA).²⁰ Dado que se

¹⁹ SONIA (*Sterling OverNight Interbank Average*) es el promedio ponderado a cuatro lugares decimales del total de las operaciones *overnight* en efectivo denominadas en libras esterlinas sin garantía intermediadas en Londres por firmas miembros de la asociación de corredores del mercado mayorista (*Wholesale Market Brokers' Association*, WMBA) entre la medianoche y

basa en datos actuales, no puede publicarse antes del cierre de la jornada laboral; además, no capta la totalidad de los préstamos *overnight* en el mercado, sólo aquellos en que participan los bancos informantes. El Banco de Inglaterra, el BCE y el Banco de la Reserva Federal de los EE.UU. también suministran información acerca de sus operaciones monetarias, que incluye el monto ofrecido y aceptado, y donde aplica, la tasa de corte, la tasa promedio ponderada, y las tasas mayor y menor ofrecidas.

Los bancos y los corredores pueden usar los servicios electrónicos de información (cuando éstos están disponibles) para publicar tasas indicativas de forma continua en tiempo real. Las tasas actuales, es claro, resultarán de la negociación bilateral. En los mercados donde las comunicaciones no son fluidas, quizás sea necesario informar las tasas por radio o en la prensa del día siguiente. Hágase como se quiera, existe un claro beneficio para el mercado al divulgar la fijación de precios sobre una base estandarizada.

6. El exceso de liquidez y la necesidad subyacente de operar

En este capítulo se trató los incentivos a los bancos y otras instituciones financieras para operar entre ellas y desarrollar una curva de rendimiento de mercado, por ejemplo a través la privatización de bancos estatales, el diseño de las operaciones monetarias del banco central y mejoras en la transparencia de los precios. ¿Pero qué hay de la necesidad subyacente de operar? Los bancos típicamente transarán sus fondos en el banco central cuando el sistema bancario en su conjunto posee suficientes fondos en el banco central (aunque no demasiados), dado que, de tiempo en tiempo, algunos bancos individuales enfrentarán una escasez o un exceso transitorios. Pero si se produce un exceso o una escasez importante y persistente de dinero del banco central en la

las 16:15 con todas sus contrapartes en operaciones de un monto mínimo de GBP 25 millones.

²⁰ EONIA (*Euro OverNight Index Average*) es el promedio ponderado de todas las operaciones de préstamo *overnight* sin garantía realizadas en el mercado interbancario, iniciados dentro de la zona del euro por parte de los bancos contribuyentes.

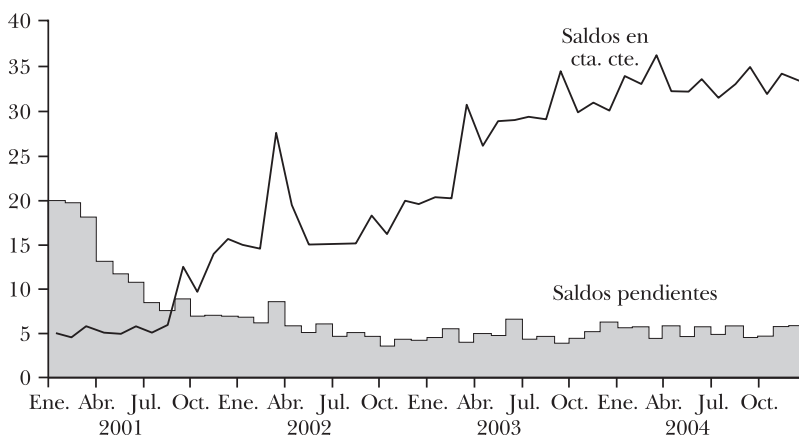
economía, todos los bancos tenderán a estar en una situación similar y por lo tanto tendrán poca probabilidad de hallar a otro banco con una posición complementaria (opuesta) para operar.

En los mercados donde existe una escasez subyacente de liquidez, por ejemplo, el RU, los EE.UU. y la zona del euro, a través de sus OMA los bancos centrales casi siempre suministran la liquidez más o menos suficiente para atender las necesidades del mercado. Un pronóstico de liquidez certero implica que no sobreabastecerán al mercado, de otra forma se produciría un exceso de liquidez inmediatamente posterior a las OMA, y las tasas de corto plazo podrían caer hasta el nivel de la tasa de depósito en FP (o hasta cero, en su ausencia).²¹ Pero donde existe un exceso subyacente de liquidez, como es el caso en muchos países en el mundo,²² es común que los bancos centrales no drenen la totalidad del exceso. Esto refleja en parte las dificultades de proyectar acertadamente la liquidez, pero en muchos casos refleja la poca disposición a pagar el costo de drenar el exceso. Si todos los bancos tienen una posición líquida, ninguno pedirá prestado y no habrá perspectivas para desarrollar un mercado interbancario. El banco central de Japón reconoce el impacto de la excesiva liquidez en los mercados: “[La estructura vigente de las operaciones monetarias, o QEP (*Quantitative Easing Programme*)] en sí ha llevado a una operativa letárgica y por lo tanto al debilitamiento de la función de intermediación en el mercado de dinero (ver gráfica II). Según el QEP, el incentivo a operar de los prestamistas ha disminuido porque la tasa *call* ha permanecido muy cercana a cero, haciendo muy difícil cubrir los costos de operar con el diferencial de tasas. Desde la perspectiva de los prestatarios, la necesidad de captar fondos en el mercado de dinero ha bajado, principalmente porque las operaciones de suministro de fondos del Banco han provisto la fuente primaria de financiamiento.”

²¹ Promediando se puede compensar el impacto de un exceso de liquidez en el corto plazo, salvo hacia el final de un período de integración.

²² Las causas del exceso de liquidez varían, pero son predominantemente: una acumulación de reservas internacionales, quizás para evitar la apreciación de la moneda local; financiamiento monetario; o rescate del sector financiero.

GRÁFICA II. SALDOS EN CUENTA CORRIENTE DE LOS BANCOS COMERCIALES EN EL BANCO DE JAPÓN Y SALDOS PENDIENTES EN EL MERCADO *CALL* SIN GARANTÍAS, 2001-2004 (a fin de mes, en billones de JPY)



Puede que sea caro drenar la liquidez excesiva cuando el banco central es un deudor neto del mercado, pero es un precursor necesario al desarrollo de una curva de rendimiento de corto plazo y a la operativa de fondos interbancarios.²³

Incluso cuando existe la necesidad subyacente, puede que no se produzca una operativa interbancaria. En algunos casos puede haber una fuerte segmentación del sector bancario, de tal forma que un grupo de bancos suele operar ocasionalmente con otros del grupo, por ejemplo, bancos estatales y extranjeros, mientras que los restantes bancos suelen operar ocasionalmente entre sí. Este tipo de segmentación es percibido como un factor de riesgo de crédito (la sección VI, inciso 1, trata el riesgo de crédito en mayor detalle) en muchos países. En otros casos, la banca estatal puede ser reuente a operar con pequeños bancos comerciales privados locales. Un superávit de un sector no fluirá necesariamente para cubrir un déficit en el otro.

Las autoridades no deberían intentar que se genere una demanda artificial, ni obligar a los bancos a operar. Supongamos que existe un exceso generalizado de liquidez, de tal forma que todos los bancos quieren depositar y ninguno

²³ Claro que el banco central puede adoptar el enfoque que una curva de rendimiento o un mercado interbancario más activo no justifican el costo.

quiere endeudarse. El banco central podría aumentar los encajes al punto donde los bancos entraran en escasez. Pero esto podría conducir a una nueva caracterización de los balances de los bancos en el tiempo, o a un desplazamiento de las transacciones financieras hacia fuera del sistema bancario. En su lugar, las autoridades deberían intentar comprender la razón subyacente de la falta de operativa, y evaluar si la barrera se debe a un comportamiento inadecuado (incluso de parte del banco central o el ministerio de hacienda) que pueda modificarse. Por ejemplo, puede haber un exceso de liquidez debido a la dominancia fiscal (financiamiento monetario del gobierno); o puede que haya influjos en cuenta corriente y de capital, pero que controles de capital impiden a los residentes invertir en el extranjero. En ambos casos el exceso refleja un comportamiento de las autoridades que puede cambiarse. Alternativamente el banco central podrá vender títulos a largo plazo (a la tasa del mercado) con el objeto de drenar el exceso estructural. Entonces los bancos podrían invertir sus fondos ociosos en activos de alta calidad con rendimiento de intereses, y utilizar el mercado de dinero para ayudar en el manejo de la liquidez de corto plazo. Los bancos operarán, o al menos deberían operar, con ánimo de lucro. Si resulta posible y rentable estructurar sus balances de tal forma que tengan una necesidad periódica de recurrir al mercado interbancario, lo harán.

IV. Desarrollando el mercado de divisas

1. Contexto de las políticas

Los mercados de divisas existen en prácticamente todas las economías, al menos en términos de efectivo; el reto para el banco central es trasladar el mercado mayorista de forma eficiente a un sistema que no se base en efectivo. Para algunos un tema clave es: ¿debería aceptarse algún grado de dolarización²⁴ *de facto* de la economía? Si la respuesta es sí, entonces

²⁴ Por dolarización se entiende el uso sustancial de una moneda diferente a la doméstica para propósitos de transacciones y como depósito de

el banco central quizás quisiera construir un sistema de pagos no basado en efectivo que acepte moneda extranjera, y puede que administre cuentas corrientes en moneda extranjera para sus bancos comerciales. Esto les permitirá liquidar operaciones en moneda extranjera entre sí en los libros del banco central; y quizás facilite el manejo eficiente de posiciones para los bancos más pequeños, que tienen mayor dificultad para abrir cuentas corresponsales con bancos extranjeros. Pero si el banco central desea alentar la desdolarización, y cree poder hacerlo sin perjudicar la economía, quizás no quiera facilitar el uso de divisas. Puede ser que exista un conflicto entre el apoyo de corto plazo para la eficiencia del mercado y un objetivo de más largo plazo, promover el uso de la moneda doméstica.

Existe un argumento en el sentido de que la desdolarización puede mejorar la eficacia de la política monetaria, tanto porque un mayor uso de la moneda nacional aumenta el impacto de cambios en la política monetaria, como porque se suele identificar un alto grado de dolarización con una meta cambiaria *de facto*. Esto a su vez tiende a asociarse con el uso restringido de las tasas de interés como instrumento, dado que la curva de rendimiento tenderá a imitar la de la divisa objetivo si los mercados operan con efectividad, o los instrumentos serán débiles porque los mercados de tasas de interés no están funcionando bien. “La desdolarización suele manifestarse como un fenómeno endógeno típicamente, que ocurre junto a un marcado descenso en la tasa de inflación, y no como resultado de políticas activas y directas con dicho objetivo. Sin embargo... los formuladores de políticas pueden tener un papel directo en este proceso contribuyendo al desarrollo y la profundización de los mercados financieros domésticos.”²⁵ Además, sería lógico esperar que la desdolarización se viera promovida por una política monetaria o la implementación de ésta, mejorada.

El nivel de dolarización puede influir en la denominación

valor. No necesariamente involucra el uso de dólares estadounidenses; en algunos países, por ejemplo, se usan euros u otras divisas.

²⁵ Leiderman, Maino y Parrado (2006), *Metas de Inflación en Economías Dolarizadas*, Banco Central de Chile (Documentos de Trabajo, n° 368).

de los encajes: si todos los encajes deben mantenerse en moneda nacional, los bancos comerciales tendrán un mayor incentivo para aceptar depósitos en moneda nacional en lugar de moneda extranjera, ya que ello reducirá su posición expuesta en divisas. Pero un pequeño incentivo de tasas quizás no sea suficiente para cambiar el comportamiento de los depositantes. Si son aversos al riesgo y les preocupa el riesgo cambiario, es decir, el riesgo de una brusca depreciación de la moneda nacional, o si quieren cubrir pasivos denominados en moneda extranjera, es posible que sigan prefiriendo depositar en moneda extranjera. Los depósitos en moneda extranjera del sector privado dominan la base de depósitos de la banca comercial en muchos países, y pueden superar el 90% de la hoja de balance de los bancos comerciales.

La existencia de excesiva liquidez en moneda nacional puede inducir a los bancos a mantener depósitos en moneda extranjera. Los bancos comerciales casi siempre pueden colocar divisas en el exterior, a cambio de un rendimiento, y por lo tanto tienen algún incentivo para atraer depósitos en moneda extranjera; pero si hay un exceso de liquidez en moneda nacional, puede que no logren ningún rendimiento marginal sobre depósitos en moneda nacional, y por lo tanto exista poco incentivo para atraerlos.

El manejo de efectivo puede presentar algunos aspectos difíciles. Si hay un nivel sustancial de dolarización, las contrapartes del banco central a veces podrán querer retirar o depositar grandes cantidades de divisas en efectivo. Los bancos centrales normalmente no cobran por el manejo de la moneda local; ¿pero debería cobrarse por el manejo de moneda extranjera? Existen costos reales involucrados: operadores de efectivo, transporte, almacenamiento, riesgo de falsificación, así como los altos costos laborales implicados si hay que contar y verificar millones de dólares a mano (se puede usar máquinas para contar billetes siempre y cuando estén en razonables condiciones físicas). Puede haber un punto de inflexión donde una tarifa excesiva para el manejo de efectivo, que puede verse como un cargo por convertir efectivo en saldos electrónicos, simplemente desalienta un cambio en la negociación de moneda extranjera en efectivo hacia la anotación en libros. En el mediano plazo debería ser más eficiente,

y por lo tanto más barato para todos, mover las grandes cantidades mayoristas de divisas mediante anotación en cuenta; pero durante el período de transición puede que la estructura de incentivos deba diferir ligeramente de la versión planeada para el largo plazo, para alentar la migración de efectivo a anotaciones en cuenta.

La política cambiaria del banco central también es un factor importante. En un extremo, si existe un tipo de cambio fijo, entonces el banco central tiene que estar dispuesto a comprar o vender moneda extranjera al precio objetivo en cualquier momento. Esto ofrece pocos incentivos a la banca local para desarrollar una operativa mayorista con instrumentos diferentes del efectivo, ya que siempre puede transar con el banco central al precio oficial. Puede que surja una especie de mercado si los bancos extranjeros o las empresas nacionales, que no tienen acceso al banco central, quieren participar en transacciones de moneda extranjera. El banco central podría ofrecer algún incentivo al mercado, cobrando una comisión por transacciones en divisas, siempre y cuando no sea tan alta como para crear oportunidades de negociación en el mercado alejadas del tipo de cambio oficial. La existencia de un tipo de cambio fijo debería establecer el precio para el mercado minorista; el banco central (u otra entidad, si el banco central no es el regulador del mercado cambiario) quizás desee al menos asegurarse que los márgenes estén claramente exhibidos, de manera que los usuarios del mercado conozcan cuáles son los costos reales.

Donde se practica una flotación dirigida, el banco central deberá continuar interviniendo en el mercado en respuesta a la demanda, y por lo tanto requerirá la habilidad de dar seguimiento al mercado y participar cuando sea necesario. (Aún en el caso de flotación libre, el banco central normalmente querrá retener su capacidad de actuar, por precaución.) Si el banco central periódicamente participa en el mercado para guiar, o simplemente estabilizar, los precios, existe beneficio en hacerlo de forma transparente. Es probable que el impacto más rápido en el mercado sea el impacto de señalamiento de las operaciones. Ello apunta al uso de una estructura tipo OMA para sus intervenciones en el mercado. Quizás el asunto más difícil que enfrenta un banco

central en tal caso es: ¿es posible participar en el mercado sin dominarlo? Aún cuando la respuesta sea no, igual queda algún espacio para el desarrollo del mercado porque, a diferencia del caso de tipo de cambio fijo, el banco central no necesita participar continuamente en el mercado. Puede llevar a cabo una subasta diaria, o dos veces por semana; pero en otros momentos, los bancos necesitarán operar en el mercado para manejar sus posiciones y liquidez. Es más, ciertos bancos centrales dejan a la banca comercial pujar en ambas direcciones en sus subastas de divisas, permitiendo así alguna actividad de mercado también dentro de la subasta.

2. Desarrollo de mercado

Parte de la discusión en la siguiente sección, que trata del desarrollo de mercados secundarios de valores, es también aplicable a los mercados de divisas. Pero existen suficientes diferencias para ameritar un tratamiento por separado.

Como ya se indicó, los mercados minoristas en moneda extranjera (y algunos elementos de los mercados mayoristas) tenderán a estar presentes en un país sin necesidad de alicientes por parte de las autoridades, y en algunos casos a pesar de intentos oficiales de desalentarlos. Si existen controles de cambios, o el banco central intenta imponer un tipo de cambio oficial desalineado con el mercado, entonces no es raro que el banco central intente controlar el mercado minorista. Estos intentos son rara vez exitosos, y hasta pueden empujar parte del mercado hacia la informalidad y así negar al banco central información potencialmente útil.²⁶ Es más, un mercado negro casi seguramente es en efectivo: esto es probablemente menos eficiente para la economía en su conjunto, y no deja rastro auditable.

Si el banco central opera un régimen genuino de flotación cambiaria, y no utiliza operaciones cambiarias como instrumento monetario, podría dejar el mercado cambiario

²⁶ Un banco central, por ejemplo, se comportó como si el floreciente mercado callejero no existiera, y ni siquiera recolectaba información del mercado (estrictamente hablando) ilegal. Ello simplemente significó que desconocía la brecha entre el tipo de cambio oficial y el tipo real, callejero.

enteramente al sector privado. Y en los mercados desarrollados, donde las operaciones cambiarias del banco central tenderán a representar sólo una pequeña fracción de la operativa total del mercado, lo normal sería que el banco central simplemente hiciera uso de los sistemas y prácticas existentes en el sector privado. Estos podrían incluir sistemas multilaterales, por ejemplo, Reuters Dealing,²⁷ o EBS,²⁸ o teléfonos u otros sistemas electrónicos para comunicaciones y transacciones bilaterales.

Si el banco central quiere desempeñar un papel más significativo en el mercado de divisas, especialmente si tiene una meta cambiaria o existe flotación dirigida, necesitará los medios eficientes para hacerlo. En teoría podría simplemente operar en el mercado de efectivo; de hecho, algunos bancos centrales han hecho justamente eso, en una etapa temprana del desarrollo del mercado. Pero hay un conjunto de motivos para irse alejando de la operativa con efectivo:

- el manejo de grandes cantidades de efectivo es caro e insume tiempo;
- puede ser más difícil involucrar contrapartes fuera de la ciudad capital;
- el rastro de auditoría es débil;
- si las transacciones del banco central son bilaterales, son mucho menos transparentes; y
- existen costos adicionales para invertir o utilizar las ganancias.²⁹

Normalmente es posible pasar con bastante rapidez de transacciones cambiarias del banco central basadas en efectivo

²⁷ Ver <http://about.reuters.com/productinfo/financial/>, en la sección *Treasury*.

²⁸ Ver www.ebs.com; EBS (*Electronic Broker System*) es una plataforma de corretaje electrónico para la negociación de moneda extranjera, propiedad de ICAP (www.icap.com), que también es dueño de BrokerTec, una plataforma para la negociación de valores.

²⁹ Mantener en forma segura USD 100 millones en efectivo costará dinero; mientras que USD 100 millones en una cuenta bancaria debería generar un rendimiento para el propietario y puede usarse fácilmente para pagos entre ciudades o transfronterizos.

a operaciones mediante anotación en cuenta, sin distorsionar el mercado. Afganistán e Irak constituyen buenos ejemplos de tal cambio, aun cuando el efectivo sigue siendo importante en las operaciones de los bancos comerciales con su clientela. Si el mercado de divisas es manejado principalmente por casas de cambio o cambistas y no por bancos, entonces la migración hacia anotación en cuenta del banco central deberá involucrar ya sea la intermediación de los bancos (lo cual requerirá planificación para asegurar que el mercado existente no se vea perjudicado por la acumulación de costos excesivos) o, quizás por un período, la autorización para la apertura de cuentas en el banco central a los operadores de dinero (hasta que los bancos puedan intermediar con eficiencia o los operadores de dinero puedan asumir funciones bancarias y tal vez hasta solicitar una licencia bancaria).

En muchos países en desarrollo, el banco central canaliza moneda extranjera desde el gobierno hacia el resto de la economía (u ocasionalmente, viceversa). Puede ser que el gobierno genere divisas de la exportación de productos primarios, o que recibe fondos de donantes o préstamos en moneda extranjera; y vende las divisas al banco central para obtener la moneda nacional para sus gastos locales. Los bancos centrales normalmente canalizan una parte de esta moneda a la economía, vendiéndola ya sea bilateralmente (especialmente si existe un régimen de tipo de cambio fijo) o mediante subasta.

Si hay un tipo de cambio fijo o muy administrado, entonces claramente el mercado no podrá determinar el tipo de cambio en el corto plazo; puede influir sobre él en el largo plazo si hay alguna inconsistencia entre la política cambiaria y otros elementos de la política del banco central (por ejemplo, inflación interna baja, o mantenimiento de cierto nivel de reservas en moneda extranjera). Pero aún cuando el mercado no tenga un papel de formador de precios, puede desempeñar una función útil al distribuir la moneda extranjera dentro de la economía al tipo de cambio mayorista (el tipo de cambio dirigido por el banco central). Las fuerzas del mercado deberían influir sobre el monto de las comisiones y los márgenes, así como en la calidad de los servicios suministrados.

Si el régimen cambiario es flotante, o de flotación dirigida, entonces el banco central querrá dejar (algún) espacio para que el mercado influya sobre el precio de liquidación en sus operaciones con el banco central. Esto puede lograrse a través de una subasta de puja por precio, pero donde el banco central puede variar el monto vendido en función de una combinación entre las cantidades y los precios ofertados. En algunos países el banco central permite a los participantes pujar en ambas direcciones. Esto puede ser útil al permitir que el proceso de subasta apoye un mercado en dos direcciones.

No queda claro si es preferible una subasta de precio único o múltiple para el desarrollo del mercado: existen argumentos en ambos sentidos. Este tema es tratado en más detalle en el Anexo 2.

V. Desarrollando mercados de valores

1. El banco central como emisor

El motivo por el cual el banco central emite valores no es el mismo para los valores del gobierno, y puede haber distintas prioridades o expectativas del mercado secundario. Normalmente, un banco central sólo emitirá valores en su propia moneda nacional si hay un exceso de liquidez en el mercado y no posee otros activos que puedan venderse fácilmente. La maximización del ingreso no es una meta. Puede emitir letras de corto plazo como formador de precios, para instrumentar una tasa de política y lograr una sintonización fina del manejo de liquidez; o emitir letras de mayor plazo o hasta bonos (es decir, con un plazo inicial superior a doce meses) como tomador de precios, a los efectos del manejo de la liquidez.

La meta del manejo de la liquidez en parte se verá lograda mediante la emisión del monto correcto de valores, para drenar la liquidez. Si el banco central tiene una idea clara acerca del nivel correcto de las tasas de interés de corto plazo, y quiere asegurar un acceso amplio a sus operaciones de tasa de política, puede optar por emitir letras de corto plazo

a un precio fijo. Para que tales valores pueden ser usados como garantía o en transacciones de reporto, ya sea con el banco central u con otros participantes del mercado, debe ser suficiente que sean percibidos como *líquidos*; la demanda para negociación directa será probablemente baja debido a su corto vencimiento.

Pero si el banco central está emitiendo valores de mayor plazo, ya sea 1 mes o 20 años, para alargar el plazo de su manejo de liquidez, entonces el objetivo mayor de apoyar un manejo eficiente de liquidez por parte del mercado sugiere que la liquidez de estos valores de mayor plazo en el mercado secundario debería ser valiosa para el banco central. En algunos países el banco central pone a disposición del mercado emisiones de mayor plazo, pero a veces los incrementos no son suscritos en su totalidad a pesar de la existencia de un exceso de liquidez en el mercado. Esto tiende a darse porque las condiciones de liquidez son volátiles y las facilidades permanentes se perciben muy caras, de forma que los bancos prefieren cargar con el costo de mantener grandes cantidades de liquidez por precaución que asumir el riesgo de quedar atrapados con valores de largo plazo y pagar un alto precio para conseguir liquidez de corto plazo.

2. *El gobierno como emisor*

El mercado secundario en valores públicos cumple varias funciones importantes en apoyo a las autoridades. Al proveer una negociación más frecuente que el mercado primario, en principio puede ser continua³⁰ en vez de consistir en ventas puntuales como una subasta de mercado primario, facilita tanto la fijación de precios como el acceso al mercado, y debería fortalecer la demanda de mercado tanto en el mercado secundario como en el primario. La disponibilidad de precios del mercado secundario permite a los participantes tomar una decisión acerca del precio apropiado de un valor al pujar en una subasta de mercado primario. (En una economía de mercado este es el precio que equilibra al mercado,

³⁰ Por ejemplo, en el mercado de valores del gobierno de los EE.UU. se puede negociar las 24 horas del día.

o sea el precio al cual la demanda por tener los valores es igual al nivel de oferta vigente, y futuro, en lugar de un precio que el gobierno estime razonable.)

Si los participantes no tienen certeza acerca del nivel apropiado, por ejemplo, si no existe el mercado secundario o si los precios del mercado secundario no son transparentes, tenderán a pagar un precio menor que en caso contrario. Además, si los participantes no tienen la certeza de poder invertir en valores cuando tienen fondos frescos, o de vender valores a un precio razonable cuando les urge efectivo (típicamente se abre demasiado el diferencial entre precio de compra y de venta), tenderán a pagar un menor precio por los valores para compensar por esta incertidumbre. Además, los precios del mercado primario se verán afectados por los del mercado secundario, de tal forma que precios menores en el mercado secundario impliquen precios menores (una curva de rendimiento mayor) para el gobierno como emisor. Dicho de otra forma, mientras mayor sea el diferencial entre precio de compra y de venta, menos dinero recibirá el gobierno cuando, como formador de precios, vende valores en el mercado. A medida que se va desarrollando el mercado secundario para valores públicos (es decir, devienen más líquidos como lo demostraría un diferencial más estrecho a medida que aumenta la demanda por los valores), en el largo plazo esto tendrá el efecto de reducir los costos de financiamiento del gobierno.

Un aumento en el número de participantes en el mercado también debería beneficiar al gobierno como emisor, al promover la competencia. Si sólo hay unos pocos operadores en el mercado de valores, quizás no tengan que competir entre sí y puedan generar ganancias excesivas. Pero si hay suficiente competencia los operadores principales generarán ganancias razonables, y una base diversificada de inversionistas se sentirá más a gusto en el mercado.

La negociación en el mercado secundario también ofrece un mecanismo para trasladar los valores del mercado primario, que suele girar en torno a la banca comercial, hacia inversionistas finales como compañías de seguros, fondos de pensión e inversionistas minoristas.

El desarrollo de un mercado secundario que funcione

bien para los valores públicos también puede fungir como detonante para el desarrollo de los demás mercados de valores de renta fija. Como un mercado (virtualmente) libre de riesgo de crédito,³¹ su curva de rendimiento se transforma en el referente de precios para los demás activos financieros, contribuyendo de esa forma a establecer una curva global de rendimientos. Algunos sostienen que no hay necesidad de emitir valores públicos: el mercado debería tener la capacidad para establecer los precios de los valores emitidos por el sector privado con base en sus expectativas de inflación, tasas de interés reales y riesgo. Pero por otro lado el *mercado* solamente puede alcanzar un punto de vista interactuando con base en transacciones; y en la mayoría de los mercados hay insuficiente negociación en el mercado secundario de valores del sector privado como para producir una curva de rendimiento fiable. En pocos países, el gobierno ha emitido valores para apoyar el desarrollo de una curva de rendimiento (como en el caso de las *Exchange Fund Bills and Notes* en Hong Kong), aún cuando no hay necesidad de financiamiento. Los montos de emisión necesarios a estos fines dependerán del mercado y del alcance de la curva de rendimiento: con base en el ejemplo de Hong Kong, quizás alcance con 10% del PIB. Es más fácil adoptar este camino si el costo de la emisión interna no es demasiado alto y el tipo de cambio es relativamente estable (dado que lo típico es que el gobierno invierta las ganancias en el exterior). De hecho, algunos de los emisores que adoptan esta política se benefician con la emisión, ya que pueden endeudarse a un costo relativamente bajo en el mercado interno, e invertir con utilidad en los mercados internacionales.

En algunos países en desarrollo, los ministerios de hacienda y bancos centrales, lógicamente, tendrán poca experiencia en cuanto a mercados secundarios para valores públicos, y

³¹ Ocasionalmente algunos gobiernos sí incumplen con su deuda interna. Un banquero de un país que previamente integraba la Unión Soviética una vez preguntó ¿quién garantizaría los valores públicos si los fuera a emitir el gobierno? Curiosamente, al banco central se le veía como un garante aceptable. En otro país que formó parte de la Unión Soviética, al incumplir el gobierno, el banco central eliminó los valores públicos de la lista de activos elegibles para integrar las metas de encaje.

pueden desanimarse ante la tarea de desarrollar dichos mercados. Pero mucho de los principios involucrados son los mismos que gobiernan los mercados más familiares de productos físicos, y giran sobre los principios económicos básicos de la oferta y demanda. ¿Cuáles son sus características claves?

3. El producto

a) Bienes transables para los cuales existe demanda

Existen varios motivos por los cuales el mercado demanda valores públicos. En primer lugar, si el gobierno incurre en un déficit fiscal sin endeudarse con el mercado, entonces la base monetaria se expandirá. Si la demanda por efectivo no crece a la par, entonces los saldos de los bancos en el banco central aumentarán (salvo que utilicen sus saldos excesivos para comprarle moneda extranjera al banco central); y estos típicamente no devengarán intereses. Todo lo demás igual, los bancos preferirán poseer valores que rinden intereses antes que saldos que no los rinden. En segundo lugar, y especialmente en mercados en desarrollo, el gobierno puede ofrecer activos sin riesgo de crédito a los inversionistas. Si la incertidumbre o el riesgo de crédito percibido en la economía son altos, habrá una prima sobre los activos libres de riesgo. El hecho de que muchos bancos centrales aceptan valores públicos como garantía en sus operaciones monetarias, y que normalmente puedan considerarse para cumplir con los requerimientos normativos de liquidez, también proveen incentivos para su tenencia por los participantes en el mercado. En varios mercados, los valores del gobierno y del banco central son las únicas inversiones transables en el país. La emisión de acciones puede ser pequeña y de baja rotación; y la emisión de deuda corporativa en muchos casos no existe. Aún cuando en principio los participantes del mercado podrían invertir sus excesos de fondos en el exterior, existen beneficios para la economía y, en particular, para el sistema financiero (el banco central inclusive) de contar con un activo transable denominado en moneda nacional, liquidable internamente y con alguna forma de rendimiento. (De no ser

por el requisito de rentabilidad, el efectivo alcanzaría para satisfacer la necesidad de un activo transferible y libre de riesgo.)

Claramente existe una demanda por valores transables públicos (o del banco central) en economías en transición; pero habrá más demanda para algunos tipos de valores que para otros. Sería posible diseñar un valor por el cual virtualmente no existiera demanda. Por ejemplo, un bono cupón cero a diez años en moneda nacional emitido en una economía donde la inflación es alta, sería de poco e incierto valor y probablemente no apto para negociación. Pero de igual forma, si es posible diseñar bonos con demanda casi inexistente, también debería ser posible diseñar bonos para los cuales habría una fuerte demanda. Es posible que hayan valores transables en teoría, pero no en la práctica. Por ejemplo, si un mercado cautivo es obligado a comprar valores a un costo superior al de mercado, los compradores pueden estar poco dispuestos a venderlos con una pérdida en libros. Sin embargo, no toda la deuda emitida por un gobierno tiene que ser transable. En varias economías de mercado, buena parte de la necesidad de endeudamiento del sector público se cubre con deuda pública no transable colocada principalmente en el sector minorista; pero no puede existir un mercado secundario.

Como ya fue sugerido, todos los valores emitidos por un banco central por motivos de manejo de liquidez a largo plazo deben ser transables. Si no fueran transables, serían indistinguibles de un depósito. Asimismo, dado el número limitado de posibles tenedores (dado que no serían dirigidos al mercado minorista), muchos de quienes pueden tener una cuenta en el banco central, los costos administrativos de hacer transables los valores deberían ser muy bajos.

b) Denominación razonable de los bienes

El monto mínimo de las transacciones afectará al, o quizás debe ser fijado por el, mercado. Un emisor, o una bolsa, pueden fijar alto el monto mínimo de una operación para desalentar la participación minorista; pero los corredores individuales deberían tener la libertad de operar en las

denominaciones que les sean más apropiadas. Algunos operadores querrán enfocar únicamente el mercado mayorista (en la mayoría de los mercados desarrollados los operadores primarios se dedican a esto, dejando el mercado minorista a los demás intermediarios); y por convención las operaciones del mercado mayorista suelen ser múltiplos de cierto valor mínimo (por ejemplo, GBP 1 millón para la mayoría de los valores públicos del RU).

Si el valor mínimo operable es demasiado bajo, quizás fijado por la normativa, los bancos, los corredores o la bolsa pueden verse colmados por un alto volumen de pequeñas operaciones, quizás no rentables, y esto podría tener un efecto general negativo en la fijación de precios y la eficiencia del mercado. Las necesidades de los mercados mayorista y minorista probablemente sean distintas, lo que señala la necesidad de mercados diferentes pero complementarios (como es el caso, de hecho, en muchos mercados para productos físicos). Un esquema posible sería una denominación mínima baja al momento de la emisión (por ejemplo, GBP 0.01 en el RU), en combinación con la libertad de los participantes del mercado para fijar un monto mínimo (o varios) para sus propias transacciones.

c) Regularidad y suficiencia de la oferta

Distintos tipos de bienes requerirán o se beneficiarán de tipos de mercado distintos. Un mercado de frutas y verduras idealmente debería abrir todos los días, y disponer de suficiente oferta para abastecer la demanda sin fluctuaciones de precio (a cierto precio, queda claro que la demanda y oferta siempre estarán en equilibrio). Si yo deseo fruta hoy, pero el mercado no abre hasta dentro de cinco días, en lugar de esperar puedo optar por desistir de ella o comprar un pastel: la panadería se beneficia a expensas del mercado de frutas y verduras, debido a la oferta irregular de éste. O si quiero invertir en un bono del tesoro pero el mercado no abrirá por varios días, en su lugar, quizás coloque mi efectivo en el mercado interbancario o en acciones.

Además, si la oferta en el mercado de frutas es tan irregular que algunas veces debo esperar en cola y pagar un alto

precio, pero en otras logro un precio bajo, el mero hecho de detestar las colas puede alejarme del mercado. Si la oferta del mercado secundario para bonos del Tesoro es muy variable, quizás reflejando variabilidad en las emisiones del mercado primario, de tal forma que en cierto momento hay una escasez de valores, y algunos días después lo opuesto, entonces los precios tenderán a fluctuar y la profundidad del mercado también será variable. Este tipo de incertidumbre tiende a desalentar la participación en el mercado, de manera que en el mediano a largo plazo la demanda estable (no especulativa) se ve reducida, disminuyendo los precios. Mayor certidumbre favorece la participación (reduce las barreras al ingreso); y en general una mayor participación debería llevar a mayor competencia y a un mercado más eficiente. Además, si la oferta no alcanza para abastecer la demanda subyacente,³² quienes compran valores en el mercado primario estarían poco dispuestos a venderlos, ya que no estarán seguros de poder adquirir valores en el futuro para reponerlos. Si estos tenedores no venden sus valores, la simple falta de bienes (valores) para negociar no permitirá el desarrollo de un mercado secundario.

El administrador de deuda pública puede ayudar a lograr estos objetivos gemelos de regularidad y suficiencia de oferta mediante la creación de una estructura de emisión en el mercado primario que sea regular y predecible. Un programa regular de emisiones planificadas (en oposición a emisiones irregulares continuas)³³ no sólo favorecerán al desarrollo del mercado secundario permitiendo a los operadores asumir posiciones cortas³⁴ en la medida que pueden confiar en emisiones futuras, sino que además beneficiará al administrador

³² La demanda subyacente reflejará no sólo las necesidades de inversión del mercado sino también los requerimientos de liquidez, ya sea voluntarios o impuestos al sistema bancario por el banco central (u otro regulador).

³³ La emisión continua (*tap issuance*) implica poner a disposición del mercado un monto fijo de un valor por un período determinado (que puede variar de minutos hasta días) con base en el concepto *primero en llegar primero en ser atendido*. El precio de venta puede ajustarse durante este período.

³⁴ Es decir, vender valores que aún no están en su posesión, y por lo tanto contribuir a la liquidez del mercado.

de deuda al aumentar su potencial de generación de recursos. Proporcionar al inversionista la mayor información posible con la mayor antelación posible le ayudará a minimizar la incertidumbre a la vez que ayuda a maximizar en potencial comportamiento activo en las subastas.

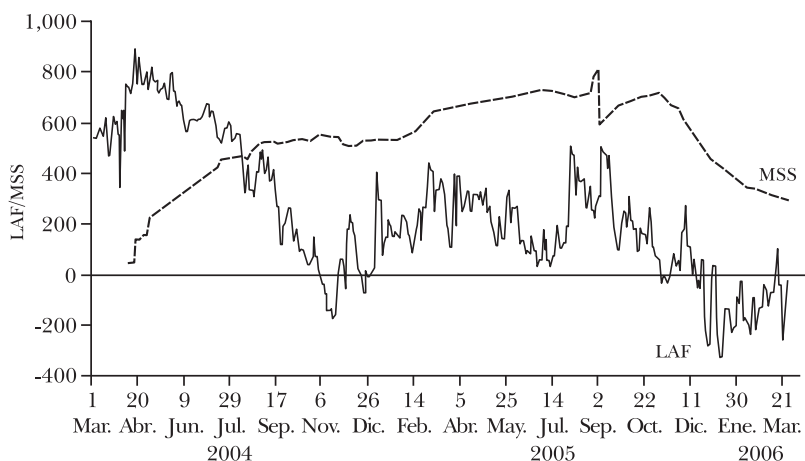
Para el ministerio de hacienda, planificar las emisiones en torno a un calendario requiere un pronóstico de la posición fiscal del gobierno; pero se supone que esto es algo que el ministerio de hacienda debería estar haciendo de todas formas (idealmente, el ministerio de hacienda debería distinguir entre emisión de deuda para financiamiento a mediano plazo y para manejo de liquidez a corto plazo). El calendario también debería contener alguna flexibilidad para contemplar revisiones a los requerimientos de fondos. Para el banco central, la planificación de emisiones periódicas de valores para el manejo de liquidez requiere un pronóstico a mediano plazo de la liquidez del mercado. El banco central deberá adoptar una posición en cuanto a si el exceso de liquidez probablemente perdure, aumente o se reduzca en el mediano plazo; y al planificar los montos de emisión y las fechas de rescate deberá tomar en cuenta los cambios regulares y de estacionalidad en todo superávit. Sería muy favorable para el desarrollo del mercado que la estrategia del banco central se hiciera pública, y se publicaran cifras aunque fueran sólo indicativas: los inversionistas luego podrán formar su opinión acerca del volumen probable de emisiones futuras y de la demanda global en el mercado.

La gráfica III³⁵ muestra el empleo de la facilidad de ajuste de liquidez (*Liquidity Adjustment Facility*, LAF), para el manejo de liquidez de corto plazo; y el esquema de estabilización del mercado (*Market Stabilisation Scheme*, MSS) para la emisión de valores de mayor plazo para manejo de liquidez, en la India. “El objetivo es conservar la LAF para una un ajuste fino con base en el día a día, mientras se usa el MSS para manejar las operaciones de esterilización.” La emisión del MSS puede planificarse con base en un pronóstico de liquidez de mediano plazo, y muestra un calce bastante ajustado, mientras que la LAF de muy corto plazo responde a cambios de muy corto

³⁵ *Reserve Bank of India Bulletin*, 26 de abril del 2006.

plazo en la liquidez. La combinación puede funcionar con mucha efectividad.

GRÁFICA III. MANEJO DE LIQUIDEZ POR EL BANCO CENTRAL DE LA INDIA MEDIANTE EL USO DE LAF Y MSS, 2004-2006 (absorción + / inyección -) (en miles de millones de INR)



En el Reino Unido, la emisión primaria de valores públicos previa a 1995 consistía en una mezcla de emisiones continuas irregulares y subastas, mientras el administrador de la deuda (el Banco de Inglaterra) se aprovechaba de los movimientos de corto plazo del mercado para minimizar el costo del financiamiento del gobierno. Luego de una revisión por parte del Tesoro (el ministerio de hacienda del RU) en 1995, se ajustó el marco de emisión primaria para poner un mayor énfasis en el compromiso previo y transparencia a través de un calendario regular y planificado de subastas de deuda. El informe planteó que el gobierno había estado pagándole al mercado una prima debido a la incertidumbre acerca de la oferta inherente al programa de emisiones continuas. La oficina de administración de deuda (*Debt Management Office*, DMO)³⁶ asumió responsabilidad por el manejo de la deuda del RU en 1998 y suministra detalles acerca de fechas de subasta y la clase de valor (convencional o indexado) con un año de antelación en su informe anual. En lo posible las fechas se

³⁶ Una agencia ejecutiva del Tesoro de Su Majestad (el ministerio de hacienda), ver (www.dmo.gov.uk).

eligen para evitar cercanía con la divulgación de datos sensibles al mercado, incluyendo los anuncios de tasa de interés del comité de política monetaria (*Monetary Policy Committee*) del Banco de Inglaterra. Cada trimestre se celebran consultas con los operadores primarios (conocidos como formadores de mercado de *gilts*;³⁷ *Gilt-edged Market Makers*, GEMM) e inversionistas para explorar su demanda para vencimientos específicos del trimestre entrante. La política de la DMO consiste en emitir a lo largo de la curva de rendimiento, que para efectos prácticos se divide en bandas anchas (cortos 1-7 años; medianos 7-15 años; largos más de 15 años; e indexados). Las minutas de estas reuniones se publican. El último día hábil de cada trimestre, la DMO debe publicar los detalles de los valores específicos que serán subastados durante el siguiente trimestre, tomando en consideración la demanda del mercado, el apetito de riesgo del gobierno, el monto y la estructura de vencimientos de los valores públicos en circulación, la forma y la pendiente de la curva de rendimiento, y la medida en que resulta conveniente mantener liquidez en las series referentes. Durante la semana inmediatamente anterior a la subasta, se publican los detalles restantes como son el monto de la subasta y la tasa del cupón.

El administrador de la deuda también necesitará considerar qué información deberá publicarse después de la subasta, y a quién debe ser dirigida. Datos tales como el coeficiente de ofertas sobre cobertura, el precio promedio aceptado y la tasa de corte (marginal) asistirán a los participantes en la subasta a evaluar sus resultados en la subasta primaria, y concluir si tiene o no sentido negociar en el mercado secundario. Si los resultados tienen una divulgación más amplia, entonces la información también será de ayuda a la participación de no especialistas en el mercado secundario.

4. *Los participantes*

a) *¿Quiénes desean negociar?*

Para el caso de los productos físicos, los mercados típicamente

³⁷ Los bonos del gobierno británico emitidos en libras esterlinas se conocen como *gilt-edged securities* o *gilts*.

comienzan a negociar con base en el minoreo, mediante ventas directas de pequeños productores a los consumidores. Con el tiempo empiezan a aparecer los intermediarios mayoristas, aumentando la eficiencia del mercado. En las primeras etapas de desarrollo de un mercado de valores, en cambio, es probable que sea un mercado mayorista dominado por bancos, otras instituciones financieras y empresas. Estos valores pueden mantenerse hasta su redención por quienes los compraron en el mercado primario, quizás porque sean la mejor, o única, oportunidad de inversión. Con el tiempo, estos compradores comenzarán a negociar los valores para manejar su posición de liquidez y para generar ganancias como intermediarios (mayoristas) y, quizás, asumiendo posiciones especulativas. Más tarde, a medida que el mercado madura, puede que crezca el interés minorista en el producto. Los inversionistas minoristas tenderán a mantener los valores puramente como inversión, y por lo tanto conservarlos hasta su vencimiento.

En las primeras etapas de los mercados de valores generalmente hay muy poca negociación, si es que existe. Muchas veces ello estará reflejando una escasez de instrumentos de inversión en un mercado, de manera que los tenedores no quieren vender; pero también puede ser función de la falta de familiaridad de los participantes con la negociación, y la falta de procedimientos. A medida que aumentan las oportunidades de inversión o se drena el exceso de liquidez del mercado, ocasionalmente los tenedores de valores querrán vender. Si un banco u otro inversionista quiere pasarse a una inversión alternativa, querrá vender el valor directamente; pero si se encuentra corto de liquidez y estima que la situación será transitoria, de ser posible puede preferir usar el valor como garantía para pedir fondos prestados a corto plazo. Ambas negociaciones apoyarán el desarrollo de la curva de rendimiento, pero en distintos puntos. La primera dará el rendimiento del mercado para cualquiera que sea el plazo residual del valor negociado (es probable que los de vencimiento más cercanos sean los primeros en venderse), mientras que la segunda suministrará los rendimientos para reportos (préstamos con garantía), probablemente en los vencimientos más estandarizados de algunas semanas o quizás meses.

A medida que se va desarrollando una negociación en ambas direcciones, es probable que algunas instituciones adopten el papel de formadores de mercado, es decir, estarán dispuestos a comprar y vender valores en forma permanente. Esto puede darse informalmente, los participantes del mercado se enteran que algunas instituciones regularmente compran y venden valores y entonces los usarán como contrapartes, pero no existe *compromiso* de cotizar precios de compra y de venta, ya sea en general o por un monto específico. [Los precios de compra y de venta suelen variar en función de la contraparte y del monto. Por ejemplo, una operación por 10 millones con un cliente regular puede cotizar un precio más atractivo (para el cliente), es decir, un diferencial entre precio de compra y de venta más fino, que una transacción de 0.1 millones o 100 millones con un nuevo comprador.] Alternativamente, puede haber un sistema formal de formadores de mercado, donde ciertos intermediarios especialistas se comprometen a proporcionar, ya sea continuamente o a solicitud, precios de compra y de venta para operaciones de un monto mínimo y con un margen máximo. Normalmente estos intermediarios esperarían recibir de las autoridades algún tipo de privilegio que compensara esta obligación. Donde existen tales formadores de mercado, los demás participantes estarán más cómodos al comprar (o vender) valores, sabiendo que podrán revertir las transacciones a un precio razonable en el futuro si así lo desean. El temor de verse encerrado en una posición irreversible, o que sólo puede revertirse a un costo excesivo, puede desalentar a un buen número de potenciales participantes a jugar un papel activo en el mercado.

Dado que, como regla general, los privilegios que compensan la obligación de formar el mercado (ver ejemplos más adelante) sólo pueden ser otorgados por las autoridades, éstas claramente tienen un papel a desempeñar en la creación y el mantenimiento de una estructura formal de formación de mercado, si es que se desea tenerla. Pero es posible que los participantes del mercado acuerden obligaciones mutuas sin involucrar a las autoridades. Por ejemplo, los miembros de la plataforma de negociación de valores públicos MTS³⁸ pueden

³⁸ Ver <www.mtsgroup.org>.

comprometerse a formar un mercado para determinadas emisiones, como parte de su acuerdo de asociación.

b) Operadores primarios y formadores de mercado

Los términos *operador primario* y *formador de mercado* suelen utilizarse casi intercambiamente, aunque existen claras diferencias entre la obligación de apoyar al mercado primario (similar a la función de suscripción) y la de apoyar el mercado secundario (negociar en forma regular, en ambas direcciones, con un amplio espectro de contrapartes).³⁹ En la mayoría de los países las empresas que asumen responsabilidades de operador primario también desempeñan el papel de formadores en el mercado secundario.

Los operadores primarios existen en varios países para apoyar la emisión de deuda del gobierno; pero normalmente no desempeñan un papel en el mercado de valores del banco central, lo que está reflejando los distintos objetivos de los emisores. Por ejemplo, el gobierno vende valores porque necesita los fondos y requiere alguna seguridad de que la subasta de valores estará cubierta; pero el banco central que emite valores lo hace para drenar el exceso de liquidez en manos de los bancos, y si realmente existe un exceso de liquidez, los bancos estarán dispuestos a invertirlo.⁴⁰ En el primer caso, el gobierno tiene una necesidad que puede ser apoyada por el mercado; en el segundo caso, el mercado tiene una necesidad que puede ser apoyada por el banco central. Lo que resta de esta sección enfoca el papel de los formadores de mercado.

³⁹ Se hace notar que el sistema de operador primario en los EE.UU. está relacionado esencialmente con las operaciones de política monetaria del Banco de la Reserva Federal, y no al programa de emisión de deuda del Tesoro. En el RU los GEMM tienen obligaciones tanto en el mercado primario como secundario, que se detallan en el sitio Web de la DMO.

⁴⁰ Esto no quiere decir que siempre estará cubierta una subasta de letras del banco central. Si la tasa de corte es muy baja, o el plazo es demasiado largo para las condiciones del mercado, o el costo del crédito de las FP es demasiado alto, los bancos pueden preferir mantener sus fondos libres.

Los formadores de mercado proveen servicios de intermediación que contribuyen a desarrollar un mercado secundario. Cumplen con la función de generar pedidos y ofertas, y crean mercados líquidos consistentemente (es decir, no sólo en condiciones favorables) mediante la cotización precios de compra y de venta para asegurar un mercado en ambas direcciones. Además, dado que las necesidades de los participantes mayoristas y minoristas suelen ser muy distintas, en la mayoría de los países desarrollados en la práctica existen dos mercados, y los formadores de mercado pueden contribuir a unificarlos intermediando las demandas mayorista y minorista.

Su papel los expone a riesgos financieros, ya que no siempre podrán vender a precio razonable los valores que han comprado, o comprar a precio razonable los valores que han vendido en *corto*. Por lo tanto los formadores de mercado deberán tener suficiente capital para almacenar posiciones abiertas y sobrellevar pérdidas.

Esto es particularmente cierto en mercados emergentes, donde puede haber mucha liquidez de mercado con los valores en alza pero muy poca liquidez con el mercado en baja, lo que implica que frecuentemente los formadores de mercado estarán obligados a comprar grandes cantidades de valores cuando el mercado cae, de los cuales sólo podrán desprenderse en una etapa futura.

Mientras que algunos podrán actuar informalmente como formadores de mercado en buenas (rentables) condiciones de negociación (formadores de mercado en la prosperidad) o con clientes muy apreciados, el compromiso de desempeñar dicho papel bajo todas las condiciones y con todas las contrapartes generalmente requiere privilegios compensatorios. Normalmente sólo las autoridades podrán ofrecer los incentivos requeridos para persuadir a las instituciones (ya sea bancos u otras empresas financieras) de asumir las obligaciones formales de formador de mercado ante todos los inversionistas. En caso que las autoridades quisieran crear un sistema de formación de mercado, algunos de los posibles privilegios que podrán ofrecer serían:

- una relación de operador con el banco central o el administrador de deuda;

- acceso privilegiado a las subastas de valores, por ejemplo, sin requisito de prepagó; posibilidad de pujar telefónica o electrónicamente;
- opciones sobre compras adicionales de valores a precio no competitivo;
- tratamiento fiscal favorable;
- el derecho de negociar en calidad dual (cuenta propia o agente);
- el derecho de ejecutar órdenes grandes a distancia del mercado (negociar en bloque);
- acceso a información privilegiada. Por ejemplo, en el Reino Unido sólo los formadores de mercado tienen acceso a pantallas de corretaje entre operadores, permitiéndoles ver el monto y precio de las transacciones entre operadores. En otros países esta información es más abierta (cualquiera puede ver la pantalla), pero se restringe la participación en este sector del mercado; y
- el derecho a pedir valores prestados o asumir posiciones cortas en valores para responder ágilmente a las órdenes de compra de los clientes. (El desarrollo de un mercado de reporto en valores del gobierno facilitará el asumir y cubrir posiciones cortas, pero esto lo puede hacer cualquier participante en el mercado de reporto.)

Como los formadores de mercado son usualmente empresas con fines de lucro, es importante que su actividad les permita generar ganancias. Además de las comisiones y otros ingresos provenientes de actividades asociadas a la negociación en valores no gubernamentales, generarán rentabilidad de los márgenes entre el precio de compra y el de venta aplicados a las operaciones. Aún cuando este margen suele ser pequeño, puede que inferior a 5 puntos básicos en el parte corta de la curva de rendimiento de un mercado desarrollado, debería alcanzar para compensar los riesgos del mercado y generar ganancias a través de altos volúmenes.⁴¹

⁴¹ Algunos países permiten lo que se conoce como *operativa previa a la emisión*. Esto consiste en operar el valor a subastar durante el período

Sin embargo, al considerar cuáles privilegios (si es que alguno) se pueden otorgar a un grupo de operadores especializados, las autoridades deberán considerar tanto el estado actual de desarrollo del mercado como los planes para su desarrollo futuro. Ciertos privilegios podrían alentar la función de los formadores de mercado, pero a la larga inhibir su crecimiento. También puede darse que, llegado el caso, el funcionamiento del mercado ya no necesite la presencia de formadores de mercado. Ello no significa que los privilegios no deban otorgarse, pero que quizás deban concederse sólo por un período transitorio. Por ejemplo, en el mercado de acciones del Reino Unido, la liquidez en las acciones de empresas de gran capitalización ha llegado a tal nivel que ya no se requiere formadores de mercado para lograr el buen funcionamiento de un mercado secundario; en su lugar el servicio está provisto por un sistema de cotejamiento electrónico de órdenes, el servicio de negociación de la bolsa de valores de Londres (*London Stock Exchange's Trading Service, SETS*). Para las acciones menos líquidas de empresas de mediana y pequeña capitalización, en cambio, continúan los servicios tradicionales de formación de mercado como una opción para negociar.

Si las autoridades optan por un sistema de formadores de mercado como elemento central, deberán autorizar y supervisar a los formadores de mercado. Tanto el administrador de deuda pública como los demás participantes del mercado necesitarán poder confiar en que los formadores de mercado sean honestos, competentes y financieramente sólidos. La supervisión, ya sea por el banco central u otra agencia, no equivale a una garantía, pero sí puede proporcionar un considerable nivel de tranquilidad y así lubricar las ruedas del mercado. También es importante asegurar el seguimiento de toda obligación acordada con los operadores primarios o formadores de mercado y que pueda obligarse su cumplimiento

entre el anuncio y la realización de la subasta (o sea, antes de que el valor exista legalmente), a liquidar en la fecha de liquidación de la subasta. Además de contribuir a que potenciales oferentes calculen el precio proyectado del valor, el proceso también ayuda a los formadores de mercado a estimar el ancho del margen entre el precio de compra y de venta para el mercado secundario.

por parte del ente que confiere los privilegios e impone las obligaciones.

Pero si se requiere autorización oficial para negociar en un mercado, o en cierta área del mercado, entonces las autoridades están estableciendo una barrera al ingreso. Si sólo unas pocas instituciones logran o se les permite franquear esta barrera, las autoridades pueden estar creando un mercado no competitivo.⁴² Al considerar el diseño de una estructura de mercado y sus posibles participantes, entonces, resulta importante asegurar en lo posible que la competencia es promovida y no desincentivada.

En el Reino Unido, las empresas deben cumplir con ciertas obligaciones para disfrutar los privilegios asociados con ser un GEMM. Estos deberes incluyen apoyar el proceso de subasta mediante la oferta por un mínimo establecido de la emisión, la obligación de cotizar en firme precios de compraventa con margen acotado y por un monto mínimo para valores de referencia durante un mínimo establecido de horas diarias, y suministrar información de mercado a la DMO. Los privilegios incluyen el derecho exclusivo de ofertar en subastas, el desarrollo de una relación de operador con la DMO que incluye el diálogo, así como el ingreso potencial proveniente de aranceles y comisiones en el mercado primario y los márgenes entre el precio de compra y de venta en los mercados secundarios. Para llegar a ser GEMM la firma solicitante deberá acreditar un historial de presencia en el mercado, un plan de negocios viable que incluya la capacidad patrimonial para soportar pérdidas de corto plazo provenientes de sus obligaciones como formador de mercado, una dotación adecuada de personal y un compromiso a largo plazo con el mercado *gilt*, así como el cumplimiento con ciertos requisitos técnicos.⁴³

⁴² El uso del índice Herfindahl, ver Anexo 2, sugiere que el concurso de cinco formadores de mercado con participaciones de mercado similares ya estaría bordeando una situación de dominancia de mercado y poca competitividad.

⁴³ En el sitio Web de la DMO se puede apreciar una lista de los actuales GEMM.

c) *El inversionista*

Una base diversificada de inversionistas puede aportar estabilidad y liquidez a un mercado. También puede promover el cambio mediante el arribo de nuevas ideas y prácticas (por ejemplo, buenas prácticas reconocidas internacionalmente para mercados financieros) a un mercado algo estrecho. Hay toda una variedad de diferentes potenciales participantes en un mercado, cuyo papel depende en parte de su horizonte temporal de inversión: algunos, como *traders* y fondos de cobertura pueden especializarse en el parte corta de la curva de rendimiento, mientras que otros, como los fondos de pensión y las compañías de seguros, operan en la parte más larga.

Es importante para el desarrollo del mercado que la cancha esté nivelada en términos de acceso al mercado. En algunos países existen restricciones a la participación activa de no residentes en los mercados. En ciertos países existe la preocupación de que los no residentes puedan representar *capital especulativo*, resultando en volatilidad de precios en el mercado con posibles efectos desestabilizantes sobre el tipo de cambio, en lugar de contribuir con la profundización del mercado en el largo plazo. ¡Puede que tengan razón! Sin embargo, existen muchos beneficios potenciales que no residentes pueden aportar a un mercado. Los no residentes pueden tener motivos distintos para tener los activos, y por ende reaccionar de maneras diferentes frente a información nueva, evitando así una mentalidad de manada y logrando en cambio una cartera de inversionistas más diversificada y por lo tanto menos riesgosa. Los inversionistas extranjeros también puede ser más sofisticados y actuar como una fuerza impulsora de cambio y desarrollo en los mercados *domésticos*. Su presencia puede presionar a las empresas locales a desarrollar su negocio y reducir sus costos. En caso de lograr atraer suficientes inversionistas al mercado local, será importante que se haya desarrollado la infraestructura legal lo suficiente para darle sustento, con reglas claras establecidas en relación con los concursos y las quiebras.

Como ya se indicó, distintos grupos de inversionistas aportarán liquidez a diferentes segmentos de la curva de rendimiento. Cada uno tendrá su conjunto diferente de criterios en

relación con sus decisiones de compraventa, desde el análisis de las tendencias actuales de precios, factores técnicos y volatilidad (factores todos éstos que típicamente se vinculan con el inversionista que se concentra en un horizonte temporal de corto plazo) hasta los fundamentos económicos y las valuaciones de modelos (horizonte temporal de mediano a largo plazo). Los *traders* y fondos de cobertura, por ejemplo, típicamente enfocan el extremo ultracorto de la curva de rendimiento, aportando liquidez al invertir con base en tendencias y posiblemente también inyectando volatilidad; los operadores de arbitraje eliminan las ineficiencias de precio y contribuyen a enlazar los distintos mercados, o distintos segmentos del mercado de valores (en algunos mercados hay en efecto una segmentación de la curva de rendimiento); mientras tanto los fondos de pensión y las compañías de seguros típicamente dominan el extremo largo de la curva de rendimiento, empleando una estrategia de inversión bastante pasiva, posiblemente al punto de adquirir y conservar valores públicos hasta su vencimiento.

Al considerar la cuestión del desarrollo de mercados, el mercado minorista a veces puede pasar desapercibido. De hecho, en algunos países donde existe una sustancial demanda interna, quizás porque hayan pocas alternativas de inversión minorista con riesgo aceptable, el gobierno ignora este sector y en cambio se endeuda en los mercados internacionales de capitales. El sector minorista es potencialmente una excelente fuente de demanda sin explotar y puede proporcionar una fuerza estabilizadora que amortigüe el impacto más volátil de las ventas de inversionistas institucionales y extranjeros. La publicidad puede contribuir a educar al inversionista minorista y promover una cultura de inversión. Tanto el gobierno como el inversionista deberían beneficiarse del desarrollo de mecanismos más eficientes de distribución.⁴⁴ Por otra parte, debe reconocerse que algunos inversionistas minoristas tienen una particular aversión al riesgo.

⁴⁴ En algunos mercados emergentes, existe un fuerte sector minorista, pero las ineficiencias de distribución y fijación de precios hacen que sea una fuente relativamente cara de financiamiento para el gobierno.

d) *El banco central o el ministerio de hacienda*

El banco central deberá decidir si participar directamente en el mercado, ya sea como principal o, tratándose de valores públicos, como agente del ministerio de hacienda, y en caso afirmativo, cuál sería el propósito de dicha intervención. La necesidad o justificación de la intervención del banco central puede variar con el tiempo, a medida que el mercado se desarrolla.

En teoría, el banco central podría negociar en el mercado secundario con la expectativa de lograr una utilidad. Sin embargo, esto tendería a dañar al mercado porque los demás participantes lo verían como injusto, ya sea porque el banco central posee información privilegiada, acerca de emisiones futuras, política monetaria o las finanzas públicas en general, o simplemente debido a su posición. Por otra parte, el banco central tampoco debería esperar sufrir pérdidas sostenidas de sus transacciones en el mercado secundario: si bien no deberían primar consideraciones de utilidad o pérdida, las pérdidas persistentes en dichas operaciones serían indicio que su ejecución dista de ser la ideal, y hasta podrían poner en juego la independencia del banco central en la eventual necesidad de una recapitalización.⁴⁵

Ya sea que un banco central opere o no en el mercado secundario, casi con seguridad buscará utilizar los valores públicos en la instrumentación de su política monetaria. Su empleo como garantía o en transacciones de reporto no debería afectar los precios del mercado ni la curva de rendimiento en los plazos mayores, dado que las transacciones se desharán. En cambio debe suponerse que la compraventa de valores de largo plazo como manera de manejar la liquidez de largo plazo si tendrá algún impacto en la curva de rendimiento, y por este motivo tiene sentido que el banco central planifique tales operaciones de forma que se minimice el impacto en cualquier segmento de la curva. Además, algunos bancos centrales participarán en los mercados secundarios

⁴⁵ Por más discusión acerca de este tema, véase Stella (2005), "Central bank financial strength, transparency and policy credibility", *IMF Staff Papers*, vol. 52, n^o 2; Bindseil, Manzanares y Weller (2004), *The role of the central bank capital revisited*, ECB, septiembre (Working Paper Series, n^o 392).

por dos motivos adicionales y relacionados: para moderar las fluctuaciones de precio (o reducir su volatilidad) y fortalecer la liquidez del mercado. Normalmente lo harán como agentes del ministerio de hacienda (MH) y no por cuenta propia (y por lo tanto deberían emplear el balance general del MH y no el propio). El objetivo de dicha intervención no es porque la liquidez y la estabilidad de precios en los mercados sean aspectos en sí deseables, después de todo el banco central no perseguiría tales metas en otros mercados, como el de acciones por ejemplo. Más bien se piensa que la estabilidad (no la rigidez, claro está) en el precio del dinero, en este caso en el segmento de la curva de rendimiento señalado por los valores públicos, ayudará a transmitir la política monetaria del banco central hacia la economía en su conjunto (una meta de política monetaria); además, porque en el largo plazo ello reducirá la incertidumbre, alentará la demanda y de esa forma reducirá el costo de financiamiento del gobierno (una meta de administración de deuda).

Durante las primeras etapas del desarrollo de un mercado, cuando el mercado aún es ralo, puede que no exista un volumen de negociación regular, suficiente, como para que los participantes tengan la seguridad de hallar una contraparte para una transacción sin *mover el mercado*. Es decir, en principio siempre habrá un precio al cual se podrá realizar una operación, pero un vendedor puede recibir bastante menos que el precio indicativo del mercado o *precio justo*, o un comprador puede tener que pagar bastante más que el precio justo de mercado. En cualquiera de los casos quien inicia la operación arriesgará perder, y esto, naturalmente, puede desincentivar la participación. En tales circunstancias, el banco central podría asumir el papel de formador de mercado de última instancia. De ser así, debería fijar un margen entre el precio de compra y de venta más ancho que lo usual en el mercado, tanto para reducir el riesgo de ocasionar una pérdida a su cartera, como para alentar a los participantes del mercado a buscar primero negociar entre sí, y emplear al banco central sólo como recurso de última instancia. El banco central esperará que con el tiempo vaya desapareciendo la necesidad de dicha función; y sus operaciones deberán estructurarse de tal forma de no inhibir el desarrollo del

mercado. En esencia, esto es similar a las pautas que adoptan los bancos centrales al estructurar las facilidades permanentes para sus operaciones monetarias, donde deben tomarse en consideración no sólo la necesidad de un servicio de suministro de liquidez, sino también las implicaciones para el desarrollo del mercado.

Aún en las primeras etapas del desarrollo de un mercado es probable que el banco central pueda estimular o apoyar la negociación sin tener que asumir el papel de formador de mercado de última instancia. Por ejemplo, si el mercado está excesivamente líquido y el banco central lleva en su balance una cartera de valores públicos, podría venderlos como parte de sus operaciones de manejo de liquidez de largo plazo. Pero en este caso, sería mejor hacerlo como parte de una campaña planeada en la cual pueden participar todos los bancos, y no en forma bilateral respondiendo a las necesidades de un banco en particular.⁴⁶ Si el mercado, o un banco particular, está corto de liquidez, entonces el banco central podrá suministrar liquidez de corto plazo aceptando como garantía los valores en poder del mercado: se provee la liquidez sin que el banco central tenga que proceder a la compra en firme de los valores. Pero también podría suministrar liquidez en moneda nacional contra la garantía de moneda extranjera, dejando así a los valores denominados en moneda nacional disponibles para la negociación del mercado. Estos ejemplos claramente constituyen operaciones de política monetaria o de manejo de liquidez, en lugar de operaciones de mercado secundario en valores.

Aun cuando los mercados de valores son relativamente profundos, igual puede justificarse la intervención para reducir la volatilidad de precios. Esto sería más claramente una operación de manejo de deuda, y no de política monetaria. La mayoría de los bancos centrales de las economías

⁴⁶ Algunos bancos centrales a veces venderán valores directamente al banco (o a los bancos) donde saben que hay un exceso de liquidez, en lugar de ofrecerlos a todos los potenciales participantes del mercado. Pero esto prejuzga el mercado y tiende a favorecer a los bancos que ya dominan en el sector financiero. El ofrecer los valores sobre una base amplia, a través de subasta, no debería tener pérdidas y sí potencialmente muchos beneficios.

desarrolladas no realizarían estas transacciones, debido a que *ex ante* no estaría claro si el movimiento de precios representa volatilidad de corto plazo o un fenómeno de largo plazo, y una decisión equivocada haría que la intervención fuese inefectiva y generase pérdidas. Además, los participantes del mercado y algunos formadores de mercado, en particular, tendrán expectativas de lucrar con base en sus juicios acerca de la evolución futura del mercado. Podrían, quizás, adquirir valores en la expectativa de que caerán las tasas de interés y los rendimientos, con lo cual aumentaría su valor. Si luego interviniese el banco central para evitar o limitar la caída en las tasas, los participantes del mercado podrían sentirse agraviados. Ello tendería a desalentar una participación activa y de tal forma reducir la liquidez del mercado, en otras palabras, si el banco central (u otro administrador de deuda) asume el papel de proveedor de liquidez, hace que sea más difícil que el mercado llene la brecha. Por otro lado, una *excesiva* volatilidad de precios desalentará la participación de cierto número de inversionistas. Si la volatilidad de precios estuviera claramente relacionada con factores de corto plazo, por ejemplo, una entrada de capitales de corto plazo que llevase a un exceso de liquidez en el mercado de dinero y por ende a tasas más bajas, entonces podría justificarse, tanto por motivos de política monetaria y del mercado de valores, el recostarse en contra del mercado y reducir las fluctuaciones de precio. Aun cuando algunos operadores especulativos podrían desilusionarse, las autoridades tienen un interés en promover inversión de largo plazo, más estable, en el mercado.

Si un banco central debe o no intervenir para suavizar los movimientos de precios, y en caso afirmativo exactamente cuándo y cuánto, es una cuestión de criterio. Dicho criterio sólo puede establecerse de manera apropiada si el banco central está bien informado acerca del mercado de valores y otros mercados relacionados, y posee alguna comprensión de las causas de los movimientos de precios no deseados. Pero, en general, probablemente sea mejor que el banco central limite su intervención como formador de precios en la parte corta de la curva de rendimiento, y enfoque el manejo apropiado de liquidez y la estabilización de expectativas para

proveer una buena base para mayor estabilidad en el extremo más largo de la curva de rendimiento, o sea dirigirse a los fundamentos en vez de masajear los síntomas de incertidumbre. Si el banco central decide intervenir, deberá haber un mandato claro y transparente que rijan los términos de dicha intervención.

Algunos administradores de deuda operan facilidades de reporto, mediante las cuales abastecen al mercado de algunos valores específicos cuando existe una particular escasez, para evitar incumplimientos de liquidación. Una vez más, esto requiere de cierto cuidado, ya que puede haber participantes del mercado con expectativas de rentabilidad por tener dichos valores en cartera (valores que se tornan *especiales* en la jerga del mercado de reportos). Donde se ofrecen dichas facilidades, las condiciones según las cuales participa el administrador de deuda o el banco central deben ser claras.

5. *El mercado*

a) Ubicación y horario conocidos

Los mercados de bienes físicos típicamente operan en una ubicación fija y durante un horario establecido, de tal forma que tanto vendedores como compradores saben donde y cuando ir para conducir sus negocios. Esta concentración del comercio en un lugar y horario conocidos beneficia a ambas partes, ya que el vendedor tiene mayor certeza de hallar compradores para sus bienes, y el comprador mayor certeza de hallar no sólo los productos deseados, sino también una selección entre distintos vendedores. Lo mismo aplica a un mercado de valores, ya sea que esté ubicado en un lugar físico (el ruedo de la bolsa) o, más probable, exista electrónicamente (negociación remota por teléfono o terminal de computadoras). Es mucho más fácil para los *traders* ir a un mercado o ingresar a un sistema centralizado para hallar contrapartes comerciales, que salir a intentar una serie de contactos bilaterales con la esperanza de encontrar una contraparte apropiada. Pero esto no quiere decir que no deba permitirse la negociación bilateral fuera del mercado. Mientras que *el mercado* puede definirse en sentido estricto como todas

aquellas transacciones que son conducidas en un circuito reconocido, en un sentido más amplio podría incluir todas las operaciones bilaterales extra mercado en el producto del caso. Estas negociaciones bilaterales pueden cumplir una importante función al profundizar el mercado. Sin embargo, existe un fuerte argumento a favor del informe centralizado de precios por parte de los participantes del mercado mayorista para fortalecer la fijación de precios y la certidumbre.

En los primeros días de un mercado, puede haber un papel para las autoridades en concentrar el comercio en una ubicación y un horario conocidos, para promover la competencia dentro de un mercado. Las autoridades podrían suministrar un ruedo o un sistema para la negociación, y confiar en que el mercado gravitará naturalmente hacia él; o (como sucedió en algunos países en los años noventa) podrían insistir en que toda la negociación, o al menos todas las transacciones entre intermediarios especializados, sean conducidas en dicho ámbito. Adicionalmente, podría limitarse el horario operativo en las primeras etapas, cuando puede que no haya suficiente volumen de negocios para asegurar que haya oportunidades disponibles para negociar a cualquier hora del día. Si se imponen este tipo de restricciones para concentrar el mercado y así facilitar su desarrollo y promover la competencia, es importante revisarlos periódicamente y relajarlos o removerlos cuando ya no sean necesarios, idealmente antes que se transformen en un impedimento al crecimiento del mercado.

A medida que los mercados se van desarrollando surge una lista de cuestiones relacionadas con la competencia y la eficiencia que ameritan consideración:

- Propiedad: originalmente las bolsas típicamente pertenecían a los principales usuarios mayoristas, y en algunos casos sigue siendo así. Pero si la propiedad está muy diversificada, especialmente en el caso de las bolsas más grandes, puede resultar difícil implementar cambios, particularmente aquellos dirigidos a promover la eficiencia del mercado, debido a la diversidad de opiniones. Y en la medida que las participaciones de mercado van cambiando con el tiempo, ¿debería cambiar la tenencia de acciones

propietarias para reflejarlo, o la bolsa debiera manejarse con el criterio de un voto por cada socio?

- ¿Puede haber más de una bolsa? Muchos participantes apoyan al menos la posibilidad de más de una bolsa, para evitar el abuso, especialmente si no es propiedad de los usuarios, de una posición monopólica. En este sentido es importante permitir la negociación extrabursátil (*over-the-counter*, OTC) además de la negociación en bolsa. En la práctica, es difícil que sobreviva más de una bolsa, salvo que haya una clara diferenciación por usuario o por objetivo, ya que la liquidez suele fluir hacia un solo punto.⁴⁷
- ¿Debería la bolsa también ser dueña del sistema de liquidación? Existen argumentos en el sentido que debieran ser independientes, por razones de competencia y eficiencia. En el Reino Unido, Bélgica, Francia y los Países Bajos existe una integración horizontal, integración transfronteriza de las mismas funciones. Por otro lado, existen argumentos de que la mayor parte posible de la infraestructura de apoyo al mercado debe estar bajo un solo dueño, para facilitar la coordinación tecnológica. En Alemania, Italia y España existe integración vertical, o de silo, dentro del país. Existe también un ángulo competitivo: si el sistema de liquidación es propiedad de una de las bolsas, puede ser más difícil que otra bolsa compita si debe utilizar el sistema de liquidación que pertenece a un competidor.
- En algunos países, la bolsa es a la vez el ente que autoriza la lista de los valores que pueden ser transados. Esto le da cierto poder, y hace más difícil que surjan competidores. Esta función puede separarse fácilmente de la bolsa; por ejemplo, la autoridad para el registro de valores del RU (*UK Listing Authority*) se transfirió de la bolsa de valores de Londres (LSE) a la autoridad de servicios financieros (*Financial Services Authority*, FSA) en el 2000. (También es

⁴⁷ Por ejemplo, durante los años noventa, en el Reino Unido la bolsa independiente *Tradepoint Investment Exchange* fracasó en su intento de convertirse en un competidor viable y a largo plazo de la bolsa de valores de Londres, de mayor tamaño y tradición; ya que la liquidez del mercado accionario del RU en gran parte permaneció en la LSE.

probable que existan diferencias de supervisión entre las bolsas y los sistemas de liquidación. Los participantes comparten información en una bolsa, y querrán tener alguna seguridad de que se exhiben datos fidedignos. Pero un sistema de liquidaciones se usa para transferir activos (valores y dinero), y los usuarios pueden exigir un nivel mucho mayor de tranquilidad que sus activos estén a salvo allí, tanto durante las transacciones como en otros momentos.)

- ¿La bolsa debería involucrarse en desarrollar estándares de conducta en los negocios? Por supuesto que existen motivos para que participe la bolsa; pero el mercado entero debería involucrarse en acordar tales estándares, especialmente donde el alcance de los códigos va más allá que la negociación de la propia bolsa.
- En general, todo lo que le brinda poder monopólico a un proveedor de servicios conlleva el riesgo de abuso de dicha posición (a veces por el simple hecho de no proveer el servicio más eficiente); no obstante, puede que la solución ofrecida por el mercado sea la de un solo proveedor de ciertos servicios, pero con revisiones para controlar el riesgo de abuso.

Existen claros beneficios asociados a un espacio desmaterializado para la negociación, siempre y cuando el costo de los sistemas y la infraestructura de comunicaciones del país lo hagan factible. Una plataforma negociación desmaterializada implica la posibilidad de un mercado único (virtual) para todos los participantes, sean o no residentes, en lugar de, por ejemplo, una plataforma para cada ciudad de importancia. Esto amplía el mercado y aumenta la probabilidad de emparejar órdenes de compra y venta; además permite un precio único para todo el mercado. Ambos factores fortalecerán la liquidez. Pero si ello no es posible, entonces es mejor tener uno o varios espacios físicos para negociar, que ninguno; y la divulgación de información, por ejemplo por radio, puede ayudar a conectar los distintos mercados geográficos con razonable efectividad.

b) Precio de mercado (indicativo) visible

Los participantes en un mercado de valores estarán más

dispuestos a negociar si tienen una certeza razonable que están transando a un precio *bueno* y que podrán revertir la transacción en el futuro, si fuese necesario, a un buen precio. La visibilidad del precio tiende a facilitar esto, y por lo tanto contribuirá al desarrollo de un mercado secundario. Y las características de los mercados secundarios de valores son conducentes a la transparencia de precios: típicamente hay pocos productos (en algunos mercados puede haber sólo un puñado de distintos valores públicos disponibles); la calidad es uniforme; normalmente hay menos operadores en el mercado; y los precios de las transacciones más recientes, o los precios de compra y de venta, pueden exhibirse públicamente a la vista de todos, en forma electrónica si fuese posible, ya que es más rápido que la prensa y más permanente que la radio o televisión.

Los informes de precios en los mercados de valores son importantes para el mercado minorista. En el mercado de efectivo, las tasas pasivas para el sector minorista normalmente serán más bajas a las tasas interbancarias (porque los montos depositados son más pequeñas), mientras que las tasas activas pueden ser muy superiores (debido a un mayor riesgo de crédito).⁴⁸ Pero en el mercado de valores, donde el producto es normalmente homogéneo no importa si se negocia en el mercado mayorista o minorista,⁴⁹ el inversionista minorista puede tener la expectativa que el precio a pagar o percibir sea igual al que rige para el mercado mayorista. (El inversionista minorista generalmente deberá pagar un margen mayor o una tasa de comisión más alta, sin embargo; o puede que una comisión fija sea grande en relación con una transacción minorista, pero trivial en el mercado mayorista.) La publicación de los precios mayoristas en el mercado de valores (y también en el mercado cambiario) será de mayor interés e importancia para el mercado minorista que, por ejemplo, en el caso del mercado interbancario. Por lo tanto

⁴⁸ Algunos depósitos y préstamos minoristas *pueden* estar vinculados a las tasas interbancarias, por ejemplo algunos préstamos corporativos y muchas hipotecas en el RU.

⁴⁹ Ciertos gobiernos, por ejemplo, el Reino Unido y Alemania, emiten algunos valores específicamente para el mercado minorista, a la vez que permiten al inversionista minorista acceder a todos los valores.

es posible que las autoridades quieran exigir la publicación de ciertos datos del mercado. En la mayoría de los casos, el mercado querría publicar estos datos de todas formas.

En términos amplios, existen tres tipos de divulgación de datos:

- Donde los valores públicos sean operados en una plataforma de bolsa, la bolsa típicamente pública, sobre base anónima, el monto y precio de las transacciones más recientes. En el Reino Unido y otros países, donde el mercado es mayormente OTC, los formadores de mercado son miembros de la bolsa principal y tienen la obligación de informar los datos de operaciones para publicarse, tanto sobre una base agregada como por operación individual. Existen dos áreas de controversia:
 - ¿con qué oportunidad deberá divulgarse los datos? En algunos países los formadores de mercado pueden demorar la divulgación de datos acerca de operaciones muy grandes, con el argumento que una divulgación muy rápida (es decir, dentro de pocos minutos) podría ayudar indebidamente a la competencia; y
 - ¿debería divulgarse en tiempo real los precios de compra y de venta, y las operaciones entre formadores de mercado? En el Reino Unido, por ejemplo, las pantallas de corredores que los formadores de mercado usan para negociar entre sí no están disponibles al resto del mercado.
- En ciertos países se les exige a los intermediarios especializados publicar sus márgenes entre el precio de compra y de venta para ciertos valores; en el Reino Unido, por ejemplo, a los GEMM se les obliga a cotizar en firme precios de compra y venta de valores referenciales, por montos mínimos especificados dentro de márgenes de compra y de venta máximos especificados, y por una cantidad mínima de horas diarias. Esto se hace tanto para informar como para apoyar el mercado.
- En algunos países, incluyendo el Reino Unido, la responsabilidad de publicar el precio oficial de *referencia* para cada valor público al final de cada jornada de negociación es

de las autoridades. Estos datos estarán fácilmente disponibles, y permitirán al inversionista minorista participar en el mercado con una noción razonable de precios recientes (los inversionistas minoristas generalmente no son tan sensibles al precio como los participantes del mercado mayorista). La información también puede ser utilizada con fines fiscales. En el cuadro 2 se muestra parte de la información⁵⁰ publicada por la DMO del Reino Unido el 7 de abril del 2006, tomada de su sitio Web. En ciertos países puede ser el banco central quien está en mejor posición para recolectar y publicar tal información, por ejemplo, en el caso que gestione tanto el sistema de pagos como el de liquidación.

CUADRO 2

<i>Identificación del valor</i>	<i>Nombre del valor</i>	<i>Código ISIN</i>	<i>Precio limpio</i>	<i>Precio sucio</i>	<i>Rendimiento</i>
7TTY06	7 3/4 Treasury 2006	GB0008916024	101.350000	102.044973	4.379082
9TCV06	9 3/4 Conversion 2006	GB0009021956	103.100000	107.032320	4.414499
7HTY06	7 1/2 Treasury 2006	GB0009998302	101.970000	104.524945	4.421630
4HTY07	4 1/2 Treasury 2007	GB0034040740	100.100000	100.515761	4.382249
8HTY07	8 1/2 Treasury 2007	GB0009126557	105.020000	106.992376	4.377448
7QTY07	7 1/4 Treasury 2007	GB0009997114	104.470000	106.939780	4.421046
5TY08	5 Treasury 2008	GB0031734154	101.040000	101.501957	4.423217

VI. Desarrollando la infraestructura

El desarrollo de un mercado de dinero y un mercado secundario de valores públicos líquidos y eficientes requiere de una infraestructura de mercado robusta y competitiva. Hay varias maneras en que las autoridades pueden promoverla.

1. Supervisión y manejo de riesgos

Los objetivos de las autoridades supervisoras (tanto los bancos centrales como otras entidades) incluyen no sólo la regulación prudencial de firmas individuales, sino también

⁵⁰ Datos del sitio Web de la DMO.

el asegurar que los mercados sean equitativos, eficientes y ordenados; proveer protección apropiada al inversionista; y minimizar el riesgo sistémico. La prevención de los delitos financieros (incluyendo el lavado de activos) también suele integrar el mandato de las autoridades de supervisión. Pero aun cuando la regulación de los mercados trae claros beneficios, también tiene costos: una regulación excesiva puede inhibir el desarrollo de los mercados.

Dentro de la Unión Europea, los estándares prudenciales para las empresas individuales se establecen en la directiva acerca de requerimientos de capital (*Capital Requirements Directive*, CRD).⁵¹ Existen tres pilares: *i*) se ocupa del riesgo de crédito, de mercado y operativo; *ii*) trata de la contabilidad de todos los riesgos del negocio; y *iii*) cubre la disciplina de mercado mediante normas de divulgación.

Los estándares internacionales para el riesgo de crédito (el riesgo de incumplimiento de la contraparte o el emisor) que asumen los bancos han sido desarrollados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. El primer marco para normas de capitalización, conocido informalmente como Basilea I, data de 1988. Una versión nueva con el título formal de *Convergencia Internacional de Medición de Capital y Normas de Capital: un Marco Revisado*, informalmente conocida como Basilea II, fue finalizada en el 2005 y está diseñada para lograr la convergencia internacional de las normas que gobiernan la suficiencia de capital de los bancos internacionalmente activos.⁵² Sin embargo, aun cuando los bancos centrales y supervisores bancarios de los trece países representados en el Comité de Basilea han refrendado el marco de Basilea II, no es vinculante hasta tanto haya sido integrada a la legislación nacional bancaria y política regulatoria. Para la Unión Europea (UE), la implementación de Basilea II se hará a través de la CRD, todas las directivas de la UE son vinculantes para sus estados miembros, y afectará a todas las instituciones de crédito y empresas de inversión, es decir, no sólo a los bancos internacionalmente activos como originalmente fue

⁵¹ La CRD implementa Basilea II para los bancos, otras instituciones de crédito y empresas de inversión dentro de la UE.

⁵² Para mayor detalle vea el sitio Web del BIS (www.bis.org).

concebido por el Comité de Basilea. En los Estados Unidos, los reguladores bancarios requieren únicamente que los grupos bancarios más grandes adopten los estándares de Basilea II.

La intención de Basilea II es vincular los requerimientos de capital de forma más estrecha con los riesgos involucrados. Este marco permite a las empresas emplear enfoques más sofisticados para el riesgo de crédito (como los enfoques basados en calificaciones internas), que permite a las empresas, dentro de ciertos parámetros, usar sus propios métodos internos de evaluar riesgos a los efectos del capital regulatorio. Ello enfatiza la necesidad de que las autoridades supervisoras consideren el gobierno corporativo, la gestión y los controles de las empresas que supervisan. En el Reino Unido, la FSA⁵³ es la responsable de la supervisión prudencial de la mayoría de las instituciones financieras, y asigna su tiempo y recursos con base en la ponderación de riesgos. Su mandato también cubre aspectos de gobierno corporativo y gestión. Se requiere a todas las empresas, sean mayoristas o minoristas, grandes o pequeñas, que hayan implementado sistemas claros y robustos de gestión y control.

2. *Divulgación*

Un aspecto importante de la infraestructura del mercado es la divulgación oportuna y pareja de toda información que pueda afectar los precios. Las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) proveen pautas para ello, y la mayoría de las autoridades de supervisión tendrán sus propios requisitos de divulgación prudencial. Por supuesto que, donde sea posible, las autoridades deberán cumplir con sus propias pautas. El Banco de Inglaterra, por ejemplo, divulga el resultado de sus operaciones en los mercados de dinero de la libra esterlina dentro de un máximo de quince minutos luego de publicar su llamado a licitación a las contrapartes.⁵⁴ Los datos

⁵³ La FSA es un ente independiente no gubernamental, con poderes estatutarios otorgados por ley (*Financial Services and Markets Act 2000*). Para más información, véase: <http://www.fsa.gov.uk>.

⁵⁴ Este cronograma aplica a sus operaciones monetarias regulares.

son proporcionados a todos los participantes del mercado mediante su entrega a los servicios informativos, permitiéndoles así evaluar la posición neta del mercado en libras esterlinas en dicho momento.

3. *Protección al inversionista*

La protección al inversionista tiene más relevancia en el mercado minorista que en el mayorista. Los inversionistas minoristas pueden preguntarse: ¿este precio corresponde al momento y al monto de la transacción? ¿Son apropiados estos consejos dados por asesores financieros *profesionales* al inversionista minorista? ¿Son confiables estos intermediarios financieros? Mientras que se supone que los participantes del mercado mayorista tienen la experiencia y los recursos para contestar dichas interrogantes, puede que no los tenga el inversionista minorista. Pero ambos derivarán cierta tranquilidad de saber que el mercado está bien supervisado (o, a la inversa, procederán con mucha cautela si perciben que la supervisión es débil).

Hay varias cosas que pueden hacer las autoridades supervisoras para promover la protección al inversionista.

- Pueden restringir el ingreso al mercado a sólo aquellas empresas e individuos que reúnen ciertos criterios, tales como honestidad, idoneidad y solidez financiera. Dicho papel de *guardián* puede llegar a requerir la aprobación de un examen a individuos tales como operadores y asesores financieros (una especie de examen de capacidades).
- A las empresas que aprueban estos requisitos de ingreso debe darse seguimiento para asegurar que mantienen un estándar de comportamiento satisfactorio. En el Reino Unido, se requiere a todas las empresas reguladas por la FSA cumplir con los principios establecidos en el régimen de *Trato Justo al Cliente*. Este enfatiza que es responsabilidad de la alta dirección de la empresa asegurar un tratamiento equitativo a lo largo de la vida de un producto o servicio, y no sólo en el momento de su venta. El enfoque de supervisión en este tema también incluye los términos aplicables a los contratos estándar del consumidor, y los

materiales de promoción u otros que la empresa suministra. De hecho, la FSA exige a todas las empresas del ramo hipotecario o de seguros generales que provean al consumidor de documentación del tipo *aspectos clave*, diseñada para simplificar y enfocar la información acerca de un producto, incluyendo las advertencias de riesgo.

- En algunos países, los supervisores han desarrollado programas educativos para inversionistas, de tal forma que puedan asumir mayor responsabilidad en la protección de sus propios intereses. En el Reino Unido, la FSA ha emprendido iniciativas de mejora de los conocimientos financieros de los consumidores del RU, para ayudarlos a no equivocarse en la compra. La FSA está trabajando con socios para desarrollar una estrategia nacional de mejora; en este contexto en junio del 2005 fue lanzado en asociación con la BBC *Online* una evaluación de salud financiera a través sitio Web.⁵⁵
- En ciertos países, los inversionistas están protegidos en última instancia por mecanismos de seguros: estos esquemas, generalmente financiados por los participantes del mercado, por ejemplo, devuelven el depósito de un inversionista, sujeto a ciertos topes, si un banco entra en quiebra.⁵⁶ El esquema de compensación de servicios financieros (*Financial Services Compensation Scheme*, FSCS) es, para el Reino Unido, el fondo estatutario de última instancia para los clientes de empresas autorizadas de servicios financieros. El FSCS opera en forma independiente de la FSA, aunque sujeto a sus normas, y puede dar compensación en caso que una empresa no pueda, o es poco probable que pueda, pagar los reclamos presentados. En años recientes, la mayoría de las empresas involucradas han

⁵⁵ Se puede acceder en: <http://news.bbc.co.uk/1/shared/spl/hi/business/healthcheck/index.stm>). Para más detalle acerca del trabajo de la FSA en relación con la protección al consumidor ver www.fsa.gov.uk/consumer/index.html).

⁵⁶ Usualmente existe un límite máximo al reclamo que pueda presentarse bajo estos mecanismos; y algunos sólo cubren un porcentaje, por ejemplo el 80%, de todo depósito.

sido asesores financieros independientes afectados por reclamos de ventas pasadas mediante prácticas erróneas.

4. Contagio y riesgo sistémico

El riesgo de contagio (y por ende, de riesgo sistémico) puede reducirse asegurando que los participantes individuales del mercado manejen su riesgo de forma apropiada. Pero, mientras que la supervisión prudencial enfoca el micro-riesgo de cada participante individual del mercado, la macrovisión del cuadro general, las potenciales relaciones entre los participantes del mercado y sus exposiciones al riesgo, no debería perderse de vista. Esto puede o no ser responsabilidad de la misma entidad que hace la supervisión micro. En varios países, incluso el Reino Unido, donde el banco central no tiene la responsabilidad de la regulación prudencial, igualmente mantiene un papel de seguimiento de la estabilidad financiera del mercado en su totalidad, y en particular de la infraestructura del mercado financiero. Donde están divididas las responsabilidades entre macro y micro supervisión, debe asegurarse que haya una coordinación adecuada para evitar, y si no fuera posible, administrar las crisis. En el Reino Unido, se publica un Memorando de Entendimiento que establece las responsabilidades específicas en materia de estabilidad financiera que competen a la FSA, el Tesoro de SM y el Banco de Inglaterra. Un comité tripartito permanente de representantes de las tres entidades se reúne mensualmente para intercambiar información y coordinaría la reacción en caso de una crisis.⁵⁷

Además de su papel de macro supervisor, el banco central (o el ente supervisor) también puede tener un papel de vigilancia del mercado. Esto puede implicar la creación y participación en grupos de trabajo para acordar normas de comportamiento en común (códigos de buenas prácticas) para ser respetados y seguidos por los participantes del mercado. Tales normas suelen ser voluntarias más que legalmente obligatorias, dado que ello permite desarrollarlas con flexibilidad. Pero serán ampliamente respetadas, ya que la mayoría

⁵⁷ www.bankofengland.co.uk/financialstability/mou.pdf.

de los participantes del mercado se rehusarán a negociar con contrapartes que no se hayan comprometido a seguir tales normas. El banco central también puede tener un papel de seguimiento del cumplimiento con dichos estándares en el mercado, y hasta de arbitrar disputas entre participantes. Aunque en principio el mercado podría desarrollar tales normas sin una participación oficial, el banco central suele poseer una ventaja relativa en reunir a los grupos de trabajo del caso y presidir sus sesiones (dado su papel central en el sector financiero y su neutralidad entre instituciones comerciales); además posee un claro interés en el desarrollo apropiado de dichas normas, ya que aumentan la eficiencia del mercado, reducen las incertidumbres y así promueven la demanda y la participación.

El Banco de Inglaterra preside un comité acerca de préstamo de valores y reportos (*Securities Lending and Repo Committee*, SLRC), con base en el RU y que reúne a los profesionales internacionales en reportos y operaciones de préstamo de valores, junto a la FSA, CREST (el sistema de liquidación en el RU), la DMO (administrador de deuda del RU), el departamento impositivo del gobierno del RU, la Cámara de Compensación de Londres y la Bolsa de Valores de Londres. El comité, que se reúne trimestralmente, provee un foro para la discusión de acontecimientos estructurales (incluso legales) en los mercados relevantes por parte de los profesionales y las autoridades. Ha publicado un código de buenas prácticas para reportos *gilt* y otro para valores; así como un código guía para el préstamo de acciones.⁵⁸ El Banco de Inglaterra también preside el grupo de enlace del mercado de dinero en libras esterlinas (*Sterling Money Market Liason Group*, MMLG). Este grupo también sesiona trimestralmente, y tiene para el mercado de dinero un mandato similar al del SLRC para el mercado de valores.⁵⁹ En los países de menor desarrollo, sin embargo, puede ser preferible que el banco central

⁵⁸ Respectivamente son: *Gilt Repo Code of Best Practice*, *Equity Repo Code of Best Practices* y *Stock Borrowing and Lending Code of Guidance*. Están disponibles en (<http://www.bankofengland.co.uk/markets/gilts/slrc.htm>).

⁵⁹ Un artículo en el *Bank of England Quarterly Bulletin*, invierno del 2001, ubica las labores del MMLG y SLRC en contexto con las demás actividades del Banco de enlace e inteligencia de mercado.

(o ente supervisor) desempeñe un papel más formal en la vigilancia de los mercados mayoristas.

5. *Sistemas de pagos y liquidación*

Los sistemas de pagos y liquidación son una parte clave de la infraestructura del mercado. Mucha gente los asemeja a la cañería del sistema: necesarios para que la liquidez fluya hacia el lugar indicado, pero generalmente ignorados o menospreciados hasta que se bloquean o tienen filtraciones. Un trabajo reciente⁶⁰ sugiere que: “Para los países emergentes, la participación del banco central en el sistema de pagos es la variable más relevante en la promoción del desarrollo financiero.”

Los bancos utilizan los sistemas de pagos mayoristas para transferir fondos por cuenta de clientes (por ejemplo, el pago de impuestos, pagos por la compra de valores o inmuebles, y otros pagos domésticos);⁶¹ y transfieren fondos por cuenta propia. Estos últimos serán más sensibles al tiempo, y estarán relacionados tanto al manejo de liquidez como al manejo de la curva de rendimiento. También pueden comprender instrumentos relacionados con los valores, con frecuencia en forma desmaterializada.⁶² Para que estas operaciones puedan realizarse, los sistemas de pagos y liquidación deben presentar ciertas características. Es esencial que los usuarios de los sistemas confíen en su operador y lo juzguen eficiente. El riesgo de pérdida o demora desalentará algunas

⁶⁰ L. Cuadro-Sáez, S. Gallego-Herrero y A. García-Herrero (2003), *Why do countries develop more financially than others? The role of the central bank and banking supervision*, EconWPA (serie Finance, nº 0304006).

⁶¹ Por supuesto que los bancos también realizan pagos transfronterizos para sus clientes, pero a excepción de la zona del euro, generalmente no usan un sistema de pagos estructurado, aunque las transferencias entre bancos corresponsales con frecuencia utilizan un sistema estructurado de mensajería (especialmente, SWIFT).

⁶² La desmaterialización quiere decir que los valores no tienen una existencia física; el título legal de propiedad se establece con base en un registro electrónico. En algunos países, la legislación antigua requiere la existencia de un documento físico; pero puede utilizarse un solo título global, por ejemplo, inmovilizado en la bóveda del banco central, con derechos individuales representados, otra vez, por registros electrónicos.

operaciones, y en el margen puede hacer que algunos potenciales participantes directamente se alejen del mercado. No es imprescindible que estos sistemas sean provistos por el banco central, pero al banco central se le ve casi universalmente como el mejor proveedor del sistema de pagos mayorista; en algunos países, de hecho puede ser que el banco central sea la única entidad que combine la experiencia y confiabilidad necesarias para negociar un sistema de liquidación de valores. En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra hizo el sistema actual de liquidación de valores CREST en 1996, pero posteriormente entregó su propiedad; hoy día CREST es una subsidiaria de propiedad 100% del banco Euroclear, que permite la liquidación desmaterializada en tiempo real de valores del RU, Irlanda y CREST internacionales.

El banco central tiene un fuerte interés en el desarrollo de sistemas de pagos y liquidación sólidos. Al proveer los medios para préstamos interbancarios con garantía, por ejemplo, a través el reporto de valores o préstamos garantizados, facilitan las operaciones de política monetaria y manejo de liquidez de la banca central, a la vez que dan sostén a la estabilidad financiera. También facilitarán su papel como agente fiscal del gobierno.

Ha habido una reducción de riesgo en estos sistemas, producto de dos acontecimientos clave en su desarrollo: sistemas de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR) y la desmaterialización, o al menos inmovilización, de valores. Los sistemas LBTR son sistemas de pagos mayoristas que liquidan continuamente en dinero del banco central a lo largo del día, generalmente con la única participación de bancos. Estos sistemas aseguran que las notificaciones de pago por parte del pagador sólo ocurren cuando la transferencia de fondos ya tuvo lugar en los libros del banco central (lo que normalmente hace que la transferencia se considere finalizada desde el punto de vista legal), y así evita el riesgo intradiario de liquidación. Esto contrasta con los sistemas de liquidación diferida donde, por ejemplo, el mensaje de pago puede enviarse temprano en la mañana, aún cuando la liquidación recién se produce al finalizar la jornada de negociación.

En el Reino Unido, se introdujo un sistema de pagos LBTR en 1996. Anteriormente, el sistema de pagos de alto valor en libras esterlinas, conocido como CHAPS, operaba sobre una base neta diferida. Ello implicaba que los bancos intercambiaban mensajes a lo largo del día, pero recién al final del día liquidaban los montos acumulados, con base en saldos multilaterales netos. No existían mecanismos para dar seguimiento o contener la exposición entre miembros a lo largo del día. En términos del manejo de liquidez, hay una gran diferencia entre: *i*) recibir notificación, digamos a las 10:00, que se ha efectuado un pago; y *ii*) recibir notificación, a la misma hora, que deberá efectuarse un pago, digamos a las 18:30 cuando cierra el sistema de pagos; o *iii*) simplemente ser notificado el día siguiente que se efectuó un pago. Un aumento en la certeza y oportunidad de la información de pagos permite a los bancos negociar más libremente en el mercado interbancario, y a tasas de interés más estables (las complicaciones en el manejo de liquidez de corto plazo son un factor clave que contribuye a la volatilidad de corto plazo en la tasa de interés). Si a un banco le preocupa que el otorgar un préstamo bancario pueda resultar en que su saldo en el banco central quede sobregirado o active el uso de una facilidad permanente de crédito a una tasa de penalización, es posible que directamente no preste, o que intente integrar el riesgo al precio de la operación. Pero si el sistema de pagos le informa que posee un saldo superavitario disponible en su cuenta en el banco central, y le permite transferir dichos fondos en el mismo día, entonces podrá otorgar un préstamo interbancario con certeza en cuanto a la disponibilidad de los fondos y evitar recurrir a una facilidad con penalización. Por lo tanto, mejoras a la estructura y a la fiabilidad operativa de los sistemas de pago tenderán a beneficiar al mercado interbancario.

La liquidación rápida y confiable de los valores también promueve la negociación, y por ende la liquidez. Un formador de mercado podrá asumir una posición corta (lo que equivale a venderle a un cliente un valor aun cuando no disponga de él en su cartera), siempre y cuando pueda comprar ese valor en el mercado y espere recibirlo a tiempo para entregarlo al cliente. En cambio, si la liquidación demora

semanas a partir de la fecha de operación, el revender el valor previo a la liquidación podría resultar en una cadena de transacciones sin liquidar, generando riesgo y pasivos inciertos. Aún si el mercado estuviera dispuesto a negociar sobre esta base (lo que ha ocurrido), el supervisor debería ser re-nuente a permitirlo.

La desmaterialización o inmovilización de valores no sólo elimina el riesgo (y costo) de manejar valores impresos al permitir transacciones mediante anotación en cuenta, sino que también permite introducir *entrega contra pago* (EcP). EcP (y *pago contra pago*, PcP, para operaciones con moneda extranjera) es un mecanismo que permite el intercambio simultáneo de valor en el sistema, de forma que una parte sólo entrega valor (por ejemplo, el título) cuando la otra parte efectúa el pago.⁶³ En el Reino Unido, ahora es posible la EcP en el mercado de valores, luego de la introducción de dinero de banca central en CREST.⁶⁴ Cuando México introdujo algunos años atrás un sistema de anotación en cuenta para valores públicos que habilitó la EcP, la actividad en el mercado secundario aumentó marcadamente; más recientemente la India vio un proceso similar cuando cambió de un sistema de libros múltiples basado en papel a un registro electrónico unificado para habilitar la negociación nacional en valores. En algunos países (por ejemplo, desde hace pocos años en Egipto y Polonia), la EcP se posibilita para letras del tesoro, donde el depositario es el banco central, pero no para bonos de mayor plazo, donde la bolsa de valores opera un depositario independiente. Los volúmenes de la negociación en letras típicamente son mucho más altos, dada la posibilidad de EcP.

El depositario (central) de valores (con frecuencia, aunque no siempre, lo mismo que un sistema de liquidación) también debería permitir el uso de valores como garantía. Si resulta fácil usar valores, como garantía tanto legalmente como en la negociación de los sistemas de pagos y liquidación, esto

⁶³ La liquidación continua mediante el CLS (*Continuously Linked Settlement*) constituye un ejemplo reciente de PcP transfronterizo en dinero de banca central.

⁶⁴ Para la libra esterlina y el euro; las demás monedas podrán liquidarse EcP pero no en dinero de banca central.

podría ayudar el desarrollo de los mercados secundarios, en especial en economías en desarrollo o en transición, ya que los prestamistas podrán aceptar garantías sólidas con un riesgo de precio (relativamente) bajo. Esto a su vez debería aumentar la demanda de valores. El registro y la custodia deberían ser simples para los participantes del mercado mayorista, quienes normalmente deberían tener cuentas en el sistema (centralizado) de liquidación. Pero para los participantes minoristas el costo o la complejidad de usar el sistema centralizado de liquidación podrían llegar a ser intimidatorio. En economías de mercado es frecuente encontrar intermediarios financieros (como los grandes bancos) que ofrecen servicios de custodia (o tenedor nominal). En estos casos, el intermediario mantiene los valores en su cuenta en el sistema centralizado de liquidación (y por lo tanto es legalmente el titular) y maneja su registro propio de los dueños beneficiarios de los valores. En tales sistemas el participante minorista deberá tener confianza en el intermediario y en la eficiencia de su base de datos de registros, dado que el intermediario retendrá la titularidad legal del valor que ha sido vendido al cliente (en la práctica esto no difiere demasiado de confiar un depósito a un banco). En algunos países el gobierno efectivamente ofrece un servicio de custodia a los participantes minoristas en el mercado de valores públicos. Puede que este servicio sea más lento que el sistema centralizado de liquidación, pero para la mayoría de los participantes minoristas la rapidez no es esencial.

La construcción de un sistema de liquidación bruta en tiempo real, que es técnicamente complejo y requiere una alta transferencia electrónica de datos, puede llevar años. Aun cuando es lógico que los países aspiren a sistemas *de punta*, no es necesario realizar el salto desde un sistema muy básico a otro muy complejo de una sola vez; es más, para los mercados puede resultar conceptualmente difícil realizar tal cambio. Por ello, algunos mercados comienzan con sistemas interinos simples y baratos, que pueden adoptarse con relativa rapidez y a la vez preparar a los usuarios para sistemas más complejos más adelante, y simultáneamente beneficiar en forma sustancial a los mercados durante la fase de desarrollo y construcción del sistema más complejo. Cuando se

introdujeron por primera vez los valores públicos en la República de Georgia, el sistema de liquidación era un hoja de cálculo de computadora junto a la opción de trasladar el libro contable desde el Banco Nacional de Georgia hasta la bolsa (para contabilizar rápidamente las operaciones) por medio de un diskette normal. Si sólo hay un puñado de transacciones semanales, con ese sistema alcanza. A medida que el mercado se fue desarrollando, obviamente, hizo falta un sistema que podía manejar un volumen mayor de transacciones. De forma similar, en Afganistán se introdujo un sistema de pagos simple en el 2005 mientras el equipo de pagos continuaba trabajando en el desarrollo de un sistema más complejo. Este enfoque, de ver el sistema *introductorio* simple y el sistema más complejo como complementos, en lugar de opciones excluyentes, puede ser apropiado para muchos mercados. Dicho eso, también tiene sentido saltarse algunas etapas. Varios países de Europa Central se mudaron de pagos minoristas en efectivo a la transferencia electrónica de fondos, sin pasar por la etapa de los cheques impresos: estos fueron percibidos como una tecnología desactualizada, en lugar de un desarrollo interino útil.

6. Reglas de conducción del negocio y riesgo legal

Un marco legal robusto para el mercado de valores públicos, es decir, uno que brinde reglas acerca de cómo deben funcionar los mercados primario y secundario, contribuirá al desarrollo del mercado al darle a los participantes alguna certeza legal de que la validez de las transacciones será respetada en los juzgados.

Tal marco, que posiblemente adopte la forma de normas o estándares de mercado, en lugar de legislación primaria, debería incluir la autorización al gobierno para endeudarse, así como la forma en que deberá conducirse dicho endeudamiento,⁶⁵ reglas para la negociación del mercado secundario

⁶⁵ Por ejemplo, la delegación de responsabilidades a un administrador de deuda (quizás el banco central) y obligaciones de divulgación. Acerca de esto último, un marco que prevé el anuncio público oportuno del calendario de subastas del gobierno facilitará una mayor certeza en el mercado

(por ejemplo, si las transacciones tendrán lugar dentro o fuera de alguna bolsa conocida; y obligaciones y privilegios de los formadores de mercado) y normas que definan las características jurídicas de los valores públicos y su uso efectivo como garantía en transacciones como los reportos. Como en todas las áreas de administración de riesgos, deberá haber un equilibrio entre la necesidad de controlar y el deseo de un marco flexible que pueda proporcionar un ambiente propicio para el desarrollo del mercado. Por ejemplo, el requerir al administrador de deuda una autorización parlamentaria para cada emisión de deuda claramente entorpecería su negociación.

Además de un marco jurídico envolvente que pueda dar certeza al mercado, deberían utilizarse acuerdos legales y normas de mercado para ofrecer protección a los participantes en cada operación. Acuerdos legales bilaterales deberán detallar exactamente como se llevará a cabo una transacción, desde el inicio hasta su liquidación y registro. El acuerdo incluirá detalles sobre cuestiones tales como el cálculo de los días que generarán interés, el cálculo de los intereses devengados (por ejemplo, si se conviene en cotizar con o sin cupón corrido); cuál es la base legal del instrumento; cuándo se transfiere el título legal, y en qué tipos de operación,⁶⁶ y cuando denunciar un incumplimiento de entrega.

en relación con la oferta de valores, y por lo tanto contribuirá a la liquidez del mercado secundario.

⁶⁶ Desde el punto de vista tanto económico como contable, un préstamo garantizado y una operación de reporto se asemejan. En un préstamo garantizado o un reporto documentado, el vendedor retiene el riesgo de crédito de los valores, de tal forma que si el emisor incumple, el vendedor está obligado a reponerlos con títulos de valor equivalente. El vendedor también retiene la exposición al riesgo de mercado: el precio de recompra es fijado en igual nivel que el precio de venta original, a pesar de la posibilidad de que la cotización de los valores puede haber aumentado o disminuido durante el plazo del reporto. Dado que el vendedor retiene el riesgo, también retiene el rendimiento potencial: el valor devengará intereses durante la vida del reporto, pero ello no se verá reflejado en el precio de recompra. Sin embargo, las operaciones gozan de una protección jurídica muy distinta. Un reporto documentado le da al proveedor de efectivo la propiedad legal de los valores subyacentes durante el plazo de la operación de reporto, de tal forma que si el prestatario del efectivo incumple, el proveedor de efectivo tiene derecho a acelerar hasta su vencimiento todas

En la medida que crezca la negociación transfronteriza, es imperativo emplear convenciones estándar en los acuerdos legales. Por ejemplo, ¿qué pasaría si el banco A del país Z incumple, habiendo prestado al banco B en el país X valores públicos emitidos por el país P? ¿A las leyes de cuál jurisdicción deber recurrirse como base de cualquier proceso de toma de decisiones? Ello deberá estar especificado en un acuerdo legal, aunque es imperativo que las contrapartes hayan verificado que su acuerdo legal es reconocido como válido en todas las jurisdicciones relevantes.

El empleo de acuerdos legales marco puede reducir el costo asociado a la suscripción de estos acuerdos. Dichos acuerdos marco actúan como un paraguas que cubre todas las transacciones llevadas a cabo entre dos contrapartes en un instrumento específico a lo largo de un período definido, y por lo tanto su empleo es más fácil y costo-efectivo que firmar acuerdos individuales para cada transacción. En el mercado internacional de reportos, dominan el ISMA/TBMA *Global Master Repurchase Agreement* (GMRA) y el *European Master Agreement* de la Federación Bancaria Europea. Los bancos centrales pueden ayudar a incentivar el uso de acuerdos legales robustos al asegurar que sus propios acuerdos legales con los participantes del mercado se ajusten a las mejores prácticas del mercado, y por lo tanto sirvan como estándar de referencia. Por ejemplo, varios bancos centrales, incluyendo al Banco de Inglaterra, utilizan una versión adaptada del ISMA/TBMA GMRA en la relación con sus contrapartes de operaciones de política monetaria.

7. Riesgo de liquidez y negociación electrónica

El riesgo de liquidez es el riesgo de que un participante del mercado no pueda liquidar su posición de forma oportuna y a precio razonable.

las transacciones pendientes con la contraparte (*derecho de cierre*) y vender los valores en el mercado secundario para intentar recuperar sus pérdidas (*derecho de compensación*). Un préstamo garantizado, en cambio, no le otorga al proveedor del efectivo la propiedad legal de los valores: primero deberá lograrse dicha titularidad, y ello puede insumir tiempo y costo, antes de que pueda venderse.

En el mercado secundario, las estructuras pueden variar desde los mercados extrabursátiles (OTC) hasta las bolsas organizadas y muchos sistemas híbridos. Cuál mecanismo, plataforma o estructura ha de usarse para negociar una categoría particular de activo dependerá de la estandarización del activo subyacente; el número y la sofisticación de los participantes; y otros factores tales como la normativa, el costo (los costos de negociación de los sistemas automatizados pueden ser de 3 a 4 veces menores que el voceo tradicional de corredores y la puja abierta para el inversionista mayorista) y factores históricos. Los mercados cambiario y de valores públicos o de banca central tienden a ser más líquidos que los de títulos empresariales o acciones, y por lo tanto es más probable que operen bien en una plataforma electrónica. Pero los sistemas de cotejamiento electrónico de órdenes puede que no operen bien para acciones pequeñas y poco líquidas, donde puede ser más apropiado un sistema de formadores de mercado.

La negociación puede mudar rápidamente de un sistema a otro a medida que evoluciona la tecnología y cambian las necesidades de los participantes: si un mercado permanece inactivo, existe el peligro de que la liquidez lo abandonará en busca de otro mercado más competitivo. Por ejemplo, mientras que la negociación en valores públicos típicamente se ha llevado a cabo por teléfono, nuevas tecnologías han llevado al uso creciente de la negociación electrónica, tal como las plataformas MTS en Europa.⁶⁷ De manera similar, parte de la negociación cambiaria se ha mudado a plataformas electrónicas multilaterales como la EBS.⁶⁸ Así mismo, la mayoría de los mercados de futuros se han mudado de un ruedo físico de negociación a una plataforma electrónica (un cambio que muchas bolsas de acciones habían hecho con anterioridad, ya que sus transacciones eran menos exigentes en el aspecto técnico). Para permanecer competitivo, la estructura de mercado debe seguir siendo apropiada. Puede resultar más fácil permitir que compitan las plataformas de negociación (o las operaciones bilaterales) que las infraestructuras

⁶⁷ <www.mtsgroup.org>.

⁶⁸ <www.ebs.com>.

de liquidación. Pero no es usual que múltiples plataformas compitan por mucho tiempo, salvo que haya una clara diferenciación (por ejemplo, entre la negociación mayorista y minorista para los mismos productos); los beneficios de una profundización de la liquidez significan que una plataforma tenderá a ser dominante.

Bien puede ser que la banca central y otras autoridades tengan que desempeñar un papel directo e influir sobre la estructura del mercado. En cierta etapa del desarrollo del mercado, el banco central en particular puede tener un papel directo al regular dónde puede realizarse y quién puede participar en la negociación de determinados mercados, tales como los mercados de dinero centralizados o los mercados de letras de banca central. Aunque generalmente, a medida que mejora la liquidez del sistema, se relajan los requisitos formales y el papel del banco central puede restringirse, en cambio, a uno de vigilancia.

8. Impuestos

El régimen impositivo debería recaudar ingresos suficientes, pero sin obstaculizar indebidamente el desarrollo de los mercados financieros. Es importante que los responsables de la política fiscal estén conscientes acerca de cómo funcionan los instrumentos financieros, y cuál será el impacto en los mercados de nueva legislación impositiva. Por lo tanto, varios bancos centrales están en comunicación periódica con el ministerio de finanzas, para discutir las implicaciones potenciales para el desarrollo de los mercados financieros de iniciativas para elevar los impuestos.

En el largo plazo, el tratamiento fiscal para todos los productos financieros e inversionistas debería ser parejo. Todos los productos (tanto del gobierno como de las empresas) y todos los inversionistas (mayoristas y minoristas) deberían o estar exentos de impuesto, o enfrentar el mismo nivel de imposición. Por supuesto que en la práctica hay excepciones. En los años noventa el gobierno húngaro tenía una alta necesidad de endeudamiento, pero los mercados de la deuda pública eran poco líquidos. Entre 1992 y 1996 el gobierno brindó un tratamiento impositivo especial para los fondos de

inversión, con el objetivo de incentivarlos a invertir en deuda pública. Pero es difícil evaluar el costo real de tales exenciones impositivas, y se arriesga complicar a los mercados en lugar de promover un desarrollo equilibrado.

VII. La secuencia del desarrollo del mercado

Es frecuente ver que el desarrollo del mercado interbancario se frena por: *i*) un exceso de liquidez en moneda nacional en el mercado, de tal forma que pocos o ningún agente está dispuesto a endeudarse; y *ii*) segmentación del mercado, donde algunos bancos no confían en otros, o quizás no quieren negociar con ellos para desalentar la competencia. El banco central bien puede atacar el primer problema, aunque tiene sus costos.⁶⁹ El segundo problema es más complejo, y llevará más tiempo resolver. Aquí importa una buena supervisión bancaria y la publicación de la información contable.

La negociación cambiaria se llevará a cabo en el nivel minorista, en algunos momentos en un mercado negro si existen reglas que restringen la participación en el mercado. Habrá mejoras en la eficiencia económica si los pagos de alto valor y a larga distancia puedan efectuarse prescindiendo del efectivo. Una vez más el banco central puede desempeñar un papel importante mediante la promoción de una normativa apropiada (y eliminando las dañinas), y el apoyo al desarrollo de la infraestructura necesaria.

En las primeras etapas de desarrollo de un mercado de valores públicos, deberá otorgarse prioridad a la parte corta de la curva de rendimiento. El objetivo del mercado primario es irse alejando del financiamiento de un mercado cautivo (por ejemplo, financiamiento del gobierno por parte del banco central) y desarrollar una base diversificada de inversionistas. Se puede comenzar mediante el desarrollo de un programa de subastas de valores públicos que sea transparente, con precios determinados por el mercado, y la emisión enfocando algunos valores referenciales en la parte corta

⁶⁹ Ver CCBS, *Managing Surplus Liquidity* (Lecture Series, nº 6) (www.bankofengland.co.uk/education/ccbs/ls/pdf/lsbb06.pdf) donde se trata este tema.

de la curva de rendimiento. Es muy importante mejorar la estructura, en especial los sistemas de pagos y liquidación (por ejemplo, adoptando la desmaterialización y la ECP), pero también son muy importantes la administración de riesgos y la supervisión. A veces los cuellos de botella en el crecimiento del mercado pueden eliminarse mediante pequeñas inversiones que provean sistemas interinos viables, a la espera de la construcción de sistemas más sofisticados (cuya instalación y entrada en funcionamiento activo suele conllevar años). La introducción de un mercado abierto en reportos de valores públicos y un desplazamiento por parte del banco central hacia instrumentos indirectos para sus operaciones del mercado de dinero también puede contribuir a promover la liquidez.

A medida que progresa el desarrollo, las autoridades pueden comenzar a fijarse en el segmento más largo de la curva de rendimiento. Ello requerirá un desarrollo más robusto del mercado secundario para aumentar el atractivo de los valores de más largo plazo, en especial donde los bancos sean inversionistas importantes. Aquí puede contribuir el mercado de reportos, ya que permitirá que los inversionistas que prefieran las inversiones de corto plazo, y para quienes es importante la liquidez, ir pasándose a instrumentos de mayor plazo sin el temor de no poder vender los valores cuando quieran o deban hacerlo. También puede ser factible ir introduciendo operadores primarios para promover la competencia y proveer cierta tranquilidad en cuanto a la cobertura de las subastas. Estos operadores también pueden asumir el papel de formadores de mercado en el mercado secundario para contribuir al flujo de liquidez en ambas direcciones.

A veces se sugiere que el orden del desarrollo de los mercados sea el siguiente: cambiario, de dinero, valores públicos, títulos empresariales de renta fija y finalmente acciones. Sin duda este orden representa una jerarquía de riesgos;⁷⁰ pero puede haber beneficios en incentivar a todos a desarrollarse

⁷⁰ Tasas de interés de corto plazo, tasas de mayor plazo, tasas de mayor plazo más riesgo de crédito, riesgo empresarial o de rentabilidad, que puede estar vinculado al crecimiento del PIB.

cuanto antes lo permita el mercado. Si existe una escasez de activos de inversión en la economía, los tenedores de valores no los negociarán y los rendimientos pueden ser artificialmente bajos. Pero si existen acciones además de valores públicos, la oferta adicional de activos puede incentivar una negociación mayor. Esto no quiere decir que todo deba hacerse al mismo tiempo. Es simplemente imposible que la legislación nueva cubra todos los mercados al mismo tiempo, que los supervisores amplíen su cobertura muy rápidamente o que la infraestructura del mercado sea adoptada toda simultáneamente. Los cambios normativos, infraestructurales y de supervisión necesitan tiempo para adoptarse y absorberse. El intentar ir demasiado rápido entrañaría riesgos. Pero si la oferta de activos en el mercado es demasiado lenta, su desarrollo se frenará. Una secuencia alternativa podría ser: estabilidad macroeconómica; legislación e infraestructura; seguidos por buen manejo de liquidez de corto plazo por parte del banco central. Luego sobrevendrá la negociación.

Para promover estos acontecimientos, es crucial que se mantenga el ciclo de desarrollo y que las autoridades continúen trabajando en favor de un entorno de estabilidad macroeconómica.

VIII. Conclusiones

Existen varias áreas donde la intervención del banco central puede fortalecer sustancialmente el desarrollo de los mercados secundarios; a su vez un sólido mercado secundario debería fortalecer la canalización de las operaciones de política monetaria, dar sostén a la estabilidad de los mercados financieros y, en el caso de los mercados de valores, reducir los costos del financiamiento del gobierno, a la vez que brinda beneficios más amplios a la economía en su totalidad. El papel del banco central variará con el tiempo, en la medida que los mercados se van desarrollando; y su habilidad para desempeñar el papel dependerá críticamente de su experiencia, eficiencia y reputación.

Pero es importante que el banco central mantenga el enfoque de sus objetivos de política de alto nivel. Sus iniciativas

para el desarrollo de mercados no deberían distraerle de, y mucho menos contraponerse a, sus metas superiores de estabilidad monetaria y financiera. Y es importante resistir la tentación de forzar el desarrollo de los mercados. Los mercados pueden ser alentados y habilitados; los obstáculos a su desarrollo pueden removerse, por ejemplo, mediante el desarrollo de su infraestructura. Pero no se puede generar liquidez mediante un decreto administrativo.

También importa ser realista. Las economías pequeñas (en términos de riqueza y población) con un bajo nivel de ahorro no podrán sostener mercados financieros profundos y líquidos. Una infraestructura y una legislación sofisticadas no crearán la necesidad subyacente de negociar.

Anexo I

Teoría de las subastas

La teoría de las subastas típicamente distingue entre subastas de precio común (o precio único) y precio múltiple (o precio ofertado).⁷¹ Todos los oferentes exitosos, aquellos que han ofertado en o por arriba del precio de corte, en la primera modalidad, pagan el precio de corte. En la segunda modalidad, los oferentes exitosos pagan su precio ofertado. La teoría de las subastas señala que, en el caso de un emisor regular de un bien homogéneo, se puede maximizar el ingreso aplicando el sistema de precio común, ya que minimiza la *maldición del ganador*. La maldición del ganador asume que, inmediatamente después de una subasta, el precio de mercado se aproxima al precio de corte, ya que este es el precio en que la oferta y demanda coincidieron; y sugiere que los oferentes *exitosos* que han pagado un precio superior en una subasta de precio múltiple, habrán por lo tanto pagado demasiado y deberán enfrentar una pérdida por ajuste contra el valor de mercado. El riesgo (o la realidad) de una pérdida

⁷¹ Simon Gray (1997), *Government Securities: Primary Issuance*, CCBS (Handbook, n° 11); versión en español: *Valores gubernamentales: la emisión primaria*, CEMLA, 1999 (serie Ensayos n° 65); trata la teoría y práctica de las subastas. (Disponibles en sus respectivos sitios Web.)

llevará a que algunos participantes ofrezcan un precio menor (rendimiento mayor) en un sistema de precio múltiple, cuyo efecto a lo largo del tiempo será que la curva de demanda se desplace hacia abajo (y quizás hacia la izquierda).

Un banco central que emplea subastas, ya sea de créditos, depósitos, letras o divisas, como instrumento de política monetaria, y con un objetivo secundario de desarrollo del mercado, puede tener metas distintas a las de un gobierno que emite valores para financiar un déficit fiscal (o refinanciar valores cercanos a su vencimiento), donde el objetivo principal es maximizar las ganancias. Ciertas metas, números 1 y 2 a continuación, recomiendan un sistema de precio común; pero los puntos 3 y 4 señalan que un sistema de precio múltiple puede ser mejor para operaciones monetarias.

1. Un sistema de precio común debería reducir las barreras de entrada al eliminar la maldición del ganador y así alentar más competencia y un mercado más amplio. Esto puede fortalecer el mecanismo de transmisión.
2. Puede que en sus operaciones monetarias al banco central le interese menos maximizar su ingreso y más comunicar al mercado una señal de precios en particular (tasa de interés o tipo de cambio). Si el banco central fija el precio, por ejemplo, de la tasa de interés a la cual inyectará o drenará liquidez, la subasta es en efecto de precio común; pero podría fijar un precio mínimo y dejar que el mercado ofrezca una tasa (como en el sistema de operaciones principales de refinanciamiento del BCE), o elegir ofertas del mercado en distintos precios y plazos (como en las OMA de la Reserva Federal de los EE.UU.). En operaciones de mayor plazo a precios del mercado (para propósitos de manejo de liquidez más que de política monetaria), el banco central podría elegir entre sistemas de precio común o múltiple, pero normalmente no emplearía un precio predeterminado.
3. Un sistema de precio común podría llevar a la aparición de mayor volatilidad en los resultados. En un mercado ralo, donde la subasta puede no estar del todo cubierta y hay menos certeza en cuanto a la curva de rendimiento

o del tipo de cambio, el precio promedio ponderado de adjudicación (dado que todos los participantes pagan el mismo precio) puede fluctuar más que en un sistema de precio ofertado. Ello podría importarle más a un banco central, cuyo interés está en dar señales de política, que a un ministerio de finanzas, cuyo interés está en maximizar los ingresos. Un ministerio de finanzas podría variar el monto adjudicado para obtener un precio de corte *aceptable*. La señal al mercado sería: se opina que el rendimiento de la oferta marginal es excesiva, o bien, que el ministerio prefiere, a la luz de la subasta, financiarse en otros plazos. Pero si un banco central varía el volumen para influir sobre el precio de corte, estaría emitiendo una señal de política monetaria (la curva de rendimiento está muy alta), y también debilitando el manejo de liquidez. ¿Estaría un banco central más dispuesto a rechazar una oferta marginal baja en un sistema de precio común que en uno de precio múltiple? Es importante que el sistema elegido no resulte en la emisión inadvertida de señales de política por parte del banco central.

4. Es posible que los grandes participantes no oferten su precio *verdadero* en un sistema de precio común: pueden ofertar alto con la expectativa (pero no la certeza) de que habrán ofertas más bajas que fijarán el precio que habrán de pagar; por lo tanto los grandes participantes también pueden dominar la subasta con mayor facilidad en un sistema de precio común, y quizás tengan menos incentivo para desempeñar un papel activo en el proceso de formación de precios. Algunos emisores, tanto el banco central como el ministerio de finanzas, establecen topes al monto que un participante individual puede ofertar, para neutralizar el riesgo de dominancia del mercado.

Un posible compromiso sería estructurar la subasta de tal forma que todas las ofertas en o arriba del promedio ponderado de ofertas exitosas, paguen ese precio promedio ponderado; mientras que las ofertas exitosas por debajo de ese precio, paguen el precio ofertado. Esto suaviza la maldición

del ganador, y por lo tanto debería promover una mayor participación; y a la vez deja a los ofertantes grandes e informados con un incentivo para participar activamente en el proceso de formación de precios y pujar en forma competitiva.

Anexo 2

El índice Herfindahl, una medida de dominancia de mercado

El grado en que un mercado está dominado por uno un pequeño grupo de participantes puede medirse usando el índice Herfindahl. Esta medida combina el número de participantes en un mercado con su participación, para producir una cifra única como medida de dominancia de mercado: es la suma de los cuadrados de todas las participaciones de mercado, por ejemplo, para diez bancos con una participación de 10% cada uno:

	<i>Participación de mercado (%)</i>	<i>Cuadrado de participación</i>
Banco 1	10	0.010000
Banco 2	10	0.010000
Banco 3	10	0.01
Banco 4	10	0.01
Banco 5	10	0.01
Banco 6	10	0.01
Banco 7	10	0.01
Banco 8	10	0.01
Banco 9	10	0.01
Banco 10	10	0.01
<i>Herfindahl</i>		<i>0.1</i>

Este índice producirá una cifra entre uno (si hay un solo participante en el mercado, por ende con una participación del 100%) y casi cero (miles de participantes con participaciones iguales). A continuación se muestra el caso de dominancia del mercado por dos bancos:

	<i>Participación de mercado (%)</i>	<i>Cuadrado de participación</i>
Banco 1	40	0.160000
Banco 2	40	0.160000
Banco 3	2.5	0.000625
Banco 4	2.5	0.000625
Banco 5	2.5	0.000625
Banco 6	2.5	0.000625
Banco 7	2.5	0.000625
Banco 8	2.5	0.000625
Banco 9	2.5	0.000625
Banco 10	2.5	0.000625
<i>Herfindahl</i>		<i>0.325</i>

Interpretando el índice

Si el índice es inferior a 0.1 normalmente se vería como un mercado competitivo. Entre 0.1 y 0.19 puede que exista dominancia del mercado. Por arriba de 0.2 es probable que haya dominancia del mercado.

Claro que es importante cómo se define la participación de mercado. Un banco puede ser grande en términos del tamaño de su balance general, pero con un pequeño número de grandes préstamos en su balance. Otro puede tener un número muy superior de cuentas de clientes minoristas. Un tercero podrá generar muchos préstamos en el mercado de capitales, pero luego venderlos a terceros y tener un balance relativamente reducido. Por lo tanto, puede que dominen (o no) distintas áreas de la banca. Los cambios en el índice pueden ser tan importantes como su nivel: un mercado con un índice alto puede ser competitivo, y ello podría estar indicado por una tendencia descendente del índice a lo largo del tiempo.

LECTURAS ADICIONALES

Arvai, Zsofia, y Geoffrey Heenan (2005), *Un marco para el desarrollo de mercados secundarios en valores públicos*, FMI, mayo (MFD OP/05/1) <www.imf.org>.

- Banco Mundial (2004), *¿Hacia dónde los mercados de capitales de América Latina?*, Banco Mundial, octubre.
- Banco Mundial y FMI (2001), *Desarrollando mercados de bonos del gobierno: un manual*, Banco Mundial y FMI, julio <www.worldbank.org>.
- BIS (1999), *¿Cómo deberíamos diseñar mercados profundos y líquidos? El caso de los valores públicos*, Comité del Sistema Financiero Global <www.bis.org>.
- Grupo de Trabajo EMEAP para Mercados Financieros (2006), *Repaso de la iniciativa fondo de bonos asiáticos 2*, junio <www.emcap.org>.

Índice

	<i>Pág.</i>
I. Resumen e introducción	1
II. Definiciones y antecedentes	2
1. Mercados de dinero	2
2. Mercados de divisas	3
3. Mercados de valores del gobierno y del banco central	4
4. Liquidez	6
5. ¿El banco central como formador de precios?	9
III. Desarrollando mercados de dinero	10
1. Transmisión de la política monetaria y dominancia del mercado	10
2. La estructura de operaciones monetarias	13
3. Manejo de liquidez por el banco central	17
4. El pronóstico de liquidez	20
5. Datos indicativos y reales del mercado	21
Recuadro 1. El papel del corredor	23
6. El exceso de liquidez y la necesidad subyacente de operar	24

	<i>Pág.</i>
IV. Desarrollando el mercado de divisas	27
1. Contexto de las políticas	27
2. Desarrollo de mercado	31
V. Desarrollando mercados de valores	34
1. El banco central como emisor	34
2. El gobierno como emisor	35
3. El producto	38
a) Bienes transables para los cuales existe demanda	38
b) Denominación razonable de los bienes	39
c) Regularidad y suficiencia de la oferta	40
4. Los participantes	44
a) ¿Quiénes desean negociar?	44
b) Operadores primarios y formadores de mercado	47
c) El inversionista	52
d) El banco central o el ministerio de hacienda	54
5. El mercado	58
a) Ubicación y horario conocidos	58
b) Precio de mercado (indicativo) visible	61
VI. Desarrollando la infraestructura	64
1. Supervisión y manejo de riesgos	64
2. Divulgación	66
3. Protección al inversionista	67
4. Contagio y riesgo sistémico	69
5. Sistemas de pagos y liquidación	71
6. Reglas de conducción del negocio y riesgo legal	76
7. Riesgo de liquidez y negociación electrónica	78
8. Impuestos	80

	<i>Pág.</i>
VII. La secuencia del desarrollo del mercado	81
VIII. Conclusiones	83
Anexo 1. Teoría de las subastas	84
Anexo 2. El índice Herfindahl, una medida de dominancia de mercado	87
Lecturas adicionales	88

Este ensayo se terminó de imprimir en junio del 2009 en los talleres de Alejandro Duplancher, Av. Mariano Escobedo n^o 114-3B, México, D. F., 11320.
300 ejemplares.

PUBLICACIONES DEL CEMLA

Serie ENSAYOS

<i>Nº</i>	<i>Autor</i>	<i>Título</i>
53	Lionel Price	El análisis económico en un banco central: modelo <i>versus</i> criterio personal
54	Glenn Hoggarth	Introducción a la política monetaria
55	Simon Gray	El manejo de la deuda gubernamental
56	Derrick Ware	Principios básicos de supervisión bancaria
57	Tony Latter	La elección del régimen de tipo de cambio
58	David Sheppard	Sistemas de pagos
59	Simon Gray y Glenn Hoggarth	Introducción a las operaciones monetarias
60	Ronald MacDonald	Seguro de depósito
61	Christopher Scott	Auditoría interna en un banco central
62	Robin McConnachie	Los intermediarios primarios en los mercados de valores del gobierno
63	Tony Latter	Las causas de las crisis bancarias y su manejo

<i>Nº</i>	<i>Autor</i>	<i>Título</i>
64	Robin McConnachie	El mercado minorista para la deuda pública
65	Simon Gray	Valores gubernamentales: la emisión primaria
66	Glenn Hoggarth y Gabriel Sterne	Flujos de capital: causas, consecuencias y respuestas de política
67	Ronald MacDonald	Supervisión consolidada de bancos
68	Simon Gray	Reporto de títulos gubernamentales
69	Simon Gray y Joanna Place	Derivados financieros
70	Peter Chartres	La emisión de billetes de banco
71	John Nugée	Manejo de las reservas de oro y divisas
72	Joanna Place	Análisis básico de bonos
73	John Thorp y Philip Turnbull	Estadísticas bancarias y monetarias
74	Simon Gray y Nick Talbot	Operaciones monetarias
75	División de Estadísticas Monetarias y Financieras, Banco de Inglaterra	Estadísticas monetarias y financieras
77	Emilio Fernández-Corugedo	Teoría del consumo
78	William A. Allen	Metas de inflación: la experiencia británica

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

Asociación Regional de Bancos Centrales

www.cemla.org

Serie Ensayos