

Revista Electrónica de Investigación en Ciencias Económicas
Abriendo Camino al Conocimiento
Facultad de Ciencias Económicas, UNAN-Managua
Desarrollo del mercado de valores gubernamentales: Principales objetivos

Juan José Montoya Pérez ¹
Economista
jmontoyap05@gmail.com

.....
Fecha recepción: abril 15 del 2016
Fecha aceptación: mayo 22 del 2016

Palabras claves: desarrollo, mercado de bonos, valores gubernamentales, emisión, endeudamiento

Key words: development, bond market, government securities, issuance, debt

ISSN 2308 – 782X



Revista Electrónica de Investigación en Ciencias Económicas
<http://revistacienciaseconomicas.unan.edu.ni>
revistacienciaseconomicas@gmail.com
revistarucfa@unan.edu.ni

Resumen

El presente trabajo tiene como objetivo mostrar que un sistema financiero bien equilibrada necesita mercados de deuda y un mercado de deuda pública casi siempre juega un papel central en este tipo de mercados. Es desde esta perspectiva que este documento se examina las cuestiones de política que los gobiernos y los bancos centrales se enfrentan en el desarrollo de los mercados de bonos. El debate plantea cuestiones y dilemas políticos de todo el espectro de políticas fiscales, monetarias y financieras. Se pretende mostrar las principales tendencias en

¹ Artículo elaborado en el marco del desarrollo del programa de Doctorado en Ciencias Económicas y Sociales en la Universidad del Zulia, Venezuela.

los últimos años, así como el valor estratégico de los mercados de bonos y los principales impedimentos para su desarrollo. También se debe revisar las estrategias de endeudamiento del gobierno

Abstract

This paper aims to show that a well-balanced financial system needs debt markets and a public debt market almost always plays a central role in these markets. It is from this perspective that this document policy issues that governments and central banks faced in the development of the bond markets is examined. The debate raises questions and dilemmas politicians across the spectrum of policies fiscal, monetary and financial. It aims to show the main trends in recent years, and the strategic value of the bond markets and the main obstacles to its development. It should also review strategies government borrowing.

Introducción

¿Por qué deberían los Gobiernos emitir Bonos en sus propios mercados? La razón es simple, históricamente el Bono ha sido más atractivo o factible en comparación con otros métodos de financiación. Bajo regímenes altamente regulados financieramente prevalecientes en la década de 1980, los gobiernos de muchos mercados emergentes podrían satisfacer gran parte de sus necesidades de préstamos simplemente obligando a los bancos locales a tener el papel del gobierno, usualmente para cumplir con los exigentes requisitos de reserva. En muchos países, la inflación es "financiada" parte del déficit público. El endeudamiento externo parecía una alternativa atractiva un mundo anterior de tipos de cambios fijos. Pero tales métodos de financiación fueron socavados por la progresiva liberalización de los mercados financieros y de los flujos de capital, por la adopción de políticas antiinflacionarias y para moverse a los tipos de cambio más flexibles. Los gobiernos fueron cada vez más obligados a pedir prestado a los mercados nacionales.

Sin embargo, también hay una razón más profunda. Un sistema Financiero bien equilibrado necesita mercados de deuda y los mercados de bonos de gobiernos juegan un papel central en dichos mercados. Es desde esta perspectiva que este documento examina las políticas de emisión que los Gobiernos y los Bancos Centrales enfrentan el Desarrollo de los Mercados de Bonos². El debate plantea cuestiones y dilemas políticos de todo el espectro de políticas fiscal, monetario y financiera. En muchos casos, los mercados de bonos se ven frenados por las regulaciones gubernamentales o prácticas oficiales que perjudican los mercados. Reformas importantes han tenido lugar en muchos mercados emergentes, y varios de ellos han establecido programas para nuevas reformas. Pero en cierto modo los resultados han sido bastante decepcionante: a pesar de un gran aumento en la

² Muchos de los detalles de los Países en este trabajo se han extraído desde los documentos nacionales de este volumen (que aparece en las referencias).

Desarrollo del mercado de valores gubernamentales: Principales objetivos
emisión, la liquidez del mercado no se ha desarrollado tanto como se había
esperado.

El documento está organizado de la siguiente manera. Sección 2 describe el valor estratégico de los mercados de bonos y considera algunos impedimentos principales para su desarrollo. Sección 3 examina el papel de las estrategias de endeudamiento del gobierno. También considera las posibles implicaciones de la financiación de los enormes incrementos en las reservas de divisas en muchos países (especialmente en Asia). Las mejoras en la estructura de la deuda interna se consideran en la sección 4. Sección 5 resume los pasos que se pueden tomar para fomentar un mercado de deuda pública profundo y líquido. Cómo ampliar la base de inversionistas y emisores se examina en la sección 6. El desarrollo de los mercados de bonos representa un gran desafío para los bancos, y esto se discute en la sección 7 y para finalizar la sección 8 las conclusiones.

Material y métodos

La metodología del presente documento es carácter no experimental, descriptivo y prospectivo, implicando el uso de investigaciones empíricas y teóricas para analizar y estudiar la consecuencia de desarrollar un mercado de valores gubernamentales y tener claro cuáles son los objetivos que se pretende alcanzar con el mismo. Además de la descripción de las condiciones exógenas y/u endógenas que afectan el desarrollo del mercado de deuda.

Resultado y discusión

El Valor Estratégico de los Mercados de Bonos

Los mercados de bonos son fundamentales para el desarrollo de un sistema económico eficiente³. La razón fundamental es que ayudan a hacer que los mercados financieros sean más completos mediante la generación de tasas de interés de mercado que reflejen el costo de oportunidad de los fondos a una

³ Herring and Chatusripitak (2001) proporcionan una exposición convincente de la importancia de los mercados de bonos.

Desarrollo del mercado de valores gubernamentales: Principales objetivos amplia gama de vencimientos. Esto es esencial para las decisiones de inversión y financiación eficientes. La ausencia de tales mercados restringe las posibilidades de inversión. Por ejemplo, si las empresas u hogares son incapaces de financiar la adquisición de activos a largo plazo con deuda a largo plazo, entonces sus decisiones pueden estar sesgadas en contra de la inversión a largo plazo. Y si las inversiones a largo plazo, sin embargo, se financian con deuda a corto plazo, entonces los prestatarios estarán expuestos a descalces importantes entre sus activos y sus pasivos. Por otra parte, si las empresas intentan compensar la falta de un mercado interno de bonos por préstamos en los mercados internacionales de bonos, pueden exponerse a excesivo riesgo cambiario. Además, como los mercados de bonos se vuelven más líquidos, la cobertura de los riesgos de vencimiento se vuelve más barata y más fiable.

Una segunda razón es que el desarrollo de los mercados de bonos puede evitar la concentración de la intermediación de los bancos. Es mejor distribuir el riesgo de las empresas en los mercados de capital, en lugar de concentrar todo el riesgo de las empresas en el sistema bancario. Tal concentración de riesgo, sin duda, acentuó la crisis asiática 1997-1998. También hay un problema de gobernabilidad que puede ser muy importante en los países donde los bancos son las entidades del sector público o en los que están sujetos a una "orientación" oficial para invertir en proyectos "socialmente deseables". Analizando el desempeño de los bancos del sector público de la India, Patil (2001) sostiene que una manera de limitar el crecimiento de los activos improductivos es frenar el crecimiento de los depósitos bancarios, fomentando a los hogares a cambiar sus ahorros en instrumentos del mercado de capitales.

Una tercera razón es que los mercados de bonos pueden proporcionar una guía útil para el establecimiento de la política macroeconómica. Debido a que los mercados de bonos reaccionan rápidamente a las decisiones políticas, las políticas pueden ser ajustadas en una etapa temprana. Los gobiernos pueden enviar un mensaje claro e inmediato sobre la sostenibilidad de sus políticas

Desarrollo del mercado de valores gubernamentales: Principales objetivos fiscales. El impacto político de mayores tasas de los bonos puede ser mayor cuando las hipotecas de hogares están vinculados a las tasas de los bonos: los votantes no se suelen acoger un mayor endeudamiento público si esto significa que tienen que pagar más por sus hipotecas. Una disciplina similar se ejerce sobre la política monetaria. Expansión monetaria excesiva puede empeorar las expectativas de inflación y subir las tasas a largo plazo. En mercados con bonos indexados a la inflación, la diferencia entre los rendimientos de dichos bonos y los bonos nominales clásicos de la misma madurez ofrece una simple medida de las expectativas del mercado de la inflación que puede cambiar inmediatamente en respuesta a las decisiones políticas. Estos "mensajes" de mercado pueden tener un efecto saludable en el debate político⁴.

Una última razón es que los mercados de deuda líquidos ayudan al funcionamiento de la política monetaria. Un mercado monetario que funcione bien es esencial para la buena transmisión de la política que se mueve en un marco que es cada vez más dependiente de los instrumentos indirectos de control.

¿Cuáles son los obstáculos para el desarrollo de los mercados de bonos?

Los factores citados generalmente entendiendo la manera del desarrollo del mercado de bonos a menudo sugieren algunas deficiencias en las políticas del gobierno en lugar de cualquier razón intrínseca, ¿Por qué tales mercados no podrían desarrollarse? Una serie de estudios recientes han tratado de examinar empíricamente por qué los mercados de bonos se desarrollan en algunos países pero no en otros. Aunque las conclusiones decisivas aún no son posibles, varios sugieren que las políticas han sido importantes⁵.

⁴ Sokoler (2002) cita la experiencia de Israel en 2001, cuando un aumento sustancial en la necesidad de endeudamiento del gobierno condujo a un aumento sustancial de la tasa de largo plazo, con consecuencias inmediatas en el mercado hipotecario, donde las tasas siguieron la tasa de largo plazo. Y concluye, "el 'bill' al gobierno era 'presented' inmediatamente.

⁵ Ver, ejemplo, Burger and Warnock (2002).

El primer factor es una historia de inflación alta y variable, lo que perjudica la demanda de papel en moneda local. En muchos casos, esto ha ido de la mano con una marcada volatilidad del tipo de cambio. Estos factores a menudo han hecho que incluso los tipos de interés a corto plazo han tenido que estar muy por encima de los niveles prevalecientes en los mercados internacionales.

Este fenómeno ha sido especialmente notable en América Latina: las tasas eran altas en términos reales (especialmente en Argentina y Brasil). Cuando el diferencial entre las tasas locales nominales y las tasas de interés en dólares es grande y cuando los participantes del mercado esperan que los movimientos previsibles del tipo de cambio no compensen este diferencial, es obviamente la tentación de endeudarse en dólares.

Aun teniendo en cuenta las devaluaciones periódicas, los préstamos denominados en dólares podrían haber sido significativamente más barato en algunos países. Esto habría sido cierto para la mayor parte de América Latina, Europa Central.

El segundo impedimento es un sistema de controles que restringe el mecanismo de precios en la asignación de fondos. Esto puede implicar: controles de tasas de interés; la fijación de precios (Precios de no-mercado) de los préstamos; Arreglos de "mercado cautivo" que obligan a las instituciones financieras locales para comprar bonos del gobierno⁶

La tercera de las principales razones de la falta de un mercado de bonos es la estrechez de la base inversora local. Parte de esto refleja el comportamiento del consumidor. El ahorro no bancario de los hogares, por ejemplo, han entrado en las propiedades o el patrimonio, en lugar de en los bonos. A menudo, esto refleja una

⁶ La eliminación de la "inversión obligatoria por las instituciones financieras en bonos del sector público es un requisito previo para la creación de un mercado primario y secundario activo... no fue hasta esta medida entró en vigor la reforma que los mercados de la primaria y la secundaria en Japón irrumpieron en la vida". Ver OCDE (1995).

Desarrollo del mercado de valores gubernamentales: Principales objetivos
comprensión inadecuada de los beneficios de la diversificación que los bonos ofrecen en entornos de baja inflación por lo general el aumento en el valor cuando los valores de la propiedad y de capital caen⁷.

Pero la estrechez de la base de inversionistas locales en parte también refleja una relativa falta de inversores institucionales. Los activos administrados por inversionistas institucionales son mucho más pequeños como proporción del PIB en los mercados emergentes que en los principales países industriales. Los inversores institucionales que se necesitan para mantener la deuda a largo plazo pueden jugar un papel importante en el desarrollo de los mercados de deuda. Además, a menudo hay una falta de cultura de inversión de renta fija en los hogares; fondos de inversión (es un vehículo eficiente para la inversión personal a pequeña escala) a veces se ven obstaculizados por diversos reglamentos. Pero la situación en los mercados emergentes está cambiando.

Incluso cuando el saldo vivo de bonos crece, diversas políticas oficiales menudo inhiben la liquidez. Ciertas disposiciones reglamentarias a menudo inhiben la negociación activa por parte de inversores institucionales. Debido a que los inversionistas de largo plazo, como los fondos de pensiones de las compañías de seguros, no tienen la misma necesidad de liquidez como muchos otros participantes en los mercados financieros, Ellos están bien situados para el comercio mediante la compra de bonos ilíquidos que se han vuelto relativamente baratos (ganando la prima de liquidez) y vendiendo emisiones de gran liquidez. Tal actividad podría hacer que los mercados de bonos en su conjunto sean más líquidos. Pero tal negociación no parece suceder en la mayoría de los mercados. Una razón importante para esto es al parecer la ausencia de los hacedores de mercados⁸. Debido a que la contabilidad de costos histórica significa que las

⁷ Varios de los bancos centrales que se reunieron en el BIS en diciembre de 2001 tomó nota de la importancia de los esfuerzos para educar al público sobre el valor de las inversiones en bonos.

⁸ Para un resumen de las prácticas actuales de ajuste al mercado, véase la Tabla 7 en Mohanty (2002).

Desarrollo del mercado de valores gubernamentales: Principales objetivos
pérdidas o ganancias se registran sólo en el comercio, el comercio evita a menudo razones de contabilidad (para no reportar una pérdida). La experiencia de varios países fue que los bancos comerciales se convirtieron en comerciantes más activos una vez que estaban obligados a ceder al menos parte de su cartera al mercado.

Los inversores institucionales podrían responder de la misma manera. En muchos países, las instituciones de ahorro diseñadas para los pequeños ahorradores -y que tienen una proporción significativa de los bonos del gobierno- también son a menudo exentas de las reglas a precio de mercado que se aplican a los bancos. Otra regla que puede inhibir la liquidez es la prohibición (o el desaliento) en la venta en corto de los bonos del gobierno. La razón aparente de dichas normas es limitar el apalancamiento, y así contener los riesgos sistémicos. En la práctica, sin embargo, a menudo reflejan un deseo de aislar el sistema financiero de los golpes y, a veces un deseo del gobierno como prestatario para mantener las tasas de interés a largo plazo por debajo de su equilibrio del mercado.

Disposiciones fiscales también pueden hacer que los mercados sean menos líquidos. Los impuestos sobre la transferencia de instrumentos financieros -incluso a tasas muy pequeñas- van en contra del comercio frecuente. Los impuestos de las ganancias de capital sobre los instrumentos que deben tener una alta rotación reducen los incentivos para el arbitraje, y así hacen que los mercados sean menos líquidos. La retención de impuestos sobre los no residentes (y complejos procedimientos para su eventual reembolso) también inhibe la liquidez.

Las decisiones Financieras del Gobierno y el Banco Central

Las decisiones del Gobierno sobre su propia estrategia de endeudamiento tienen un impacto importante en el desarrollo de los mercados de deuda locales. Es poco probable que los mercados de bonos locales se desarrollen si los gobiernos se basan tanto en la deuda de corto plazo, como cuando piden prestado a largo plazo en los préstamos en moneda extranjera. El caso contrario de una fuerte dependencia de los préstamos a corto plazo es que el uso de la financiación a corto plazo para inversiones a largo plazo expone al prestatario a una mayor tasa de interés, así como los riesgos de refinanciamiento.

¿Qué pasa con el recurso de los préstamos en moneda extranjera? ¿Deberían los gobiernos endeudarse en el extranjero en moneda extranjera o en caso de pedir prestado en el país en moneda nacional?⁹ Aunque no hay reglas concretas y rápidas, dos enfoques analíticos a esta pregunta sugieren que es más prudente que los gobiernos dependan de deuda emitida en moneda local.

El primer enfoque es la perspectiva del balance: la moneda de denominación de los pasivos del gobierno debería depender de la moneda de denominación de los activos del gobierno. Este enfoque fue implementado por primera vez de forma explícita por Nueva Zelanda, donde se hizo un esfuerzo para relacionar la gestión de la deuda pública a un balance del gobierno general, que abarca no sólo los activos y las deudas financieras, sino también a los activos físicos (por ejemplo, escuelas, carreteras, etc.) y las obligaciones futuras (por ejemplo, las pensiones). Ver Anderson (1999). La lógica de este enfoque es que sólo el endeudamiento destinado a la adquisición de activos en moneda extranjera (por ejemplo, la explotación de los recursos naturales, etc.) debe ser denominado en moneda extranjera.

⁹ No hay, por supuesto, una correspondencia uno a uno entre localidad y divisa de denominación: la deuda en moneda extranjera puede ser emitida en el país, ya la inversa. Pero hay una amplia correspondencia en la mayoría de los países de mercados emergentes.

El segundo método consiste en comparar las consecuencias macroeconómicas de diferentes estrategias de endeudamiento. La principal diferencia macroeconómica entre el endeudamiento interno y externo en el corto plazo es que el endeudamiento del gobierno local empuja hacia arriba las tasas de interés internas, y así desplaza a endeudamiento del sector privado (quizás obligando al sector privado a endeudarse en el exterior). En el corto plazo, el endeudamiento externo tiende a evitar este efecto crowding out. Sin embargo, con el tiempo, los pagos se elevan, ejerciendo una carga deflacionaria en la economía. Este patrón de beneficios a corto plazo y los costos a largo plazo ha tentado a muchos gobiernos a confiar demasiado en el endeudamiento externo, y esto a menudo ha hecho que los gobiernos y sus electorados sean demasiado complacientes sobre el tamaño del déficit fiscal. Para asegurar que las consecuencias desagradables de endeudamiento pesado del gobierno se sientan inmediatamente (es decir, a través de las tasas de interés internas más altas) podría conducir a la formulación de políticas quede recurran a mecanismos como el endeudamiento externo que puede posponer el dolor. Además, los países con tipos de cambio fijos serán menos vulnerables a sentir los cambios repentinos, si el endeudamiento externo es limitado.

Pero estos argumentos no implican una dependencia exclusiva de endeudamiento en moneda local. Algunos préstamos en moneda extranjera podría ser parte de una estrategia prudente de diversificación. O puede ser necesario para garantizar una calificación crediticia soberana en los mercados internacionales, lo que establece un punto de referencia para las emisiones del sector privado (Cifuentes et al (2002) citan esto como una razón importante en Chile). Además, las ocasiones en que volatilidad del tipo de cambio se acentúe pueden requerir aumento de los préstamos en moneda extranjera, al menos durante un tiempo. Los gobiernos pueden reaccionar a un tipo de cambio "infravalorado" mediante la emisión de deuda en moneda extranjera. Si su valoración es reivindicada, se puede economizar en los costos de financiación. Pero el riesgo inherente en

Desarrollo del mercado de valores gubernamentales: Principales objetivos dichas estrategias, si las expectativas que el gobierno muestra andan con un mal desempeño (por ejemplo, el tipo de cambio cae más), argumenta el uso limitado de los préstamos en moneda extranjera¹⁰.

¿Cómo se financia el exceso de reservas sobre la base monetaria? ¿Puede tener un impacto en el desarrollo de los mercados financieros? Si el banco central utiliza los bonos del gobierno para este fin, ¿esto ayudará al mercado de deuda pública para desarrollar y ser más líquido? Este no es un tema sencillo, y hay al menos tres, dimensiones en esta elección política.

La primera dimensión es la elección entre la captación de depósitos de los bancos comerciales frente a la emisión de algún tipo de deuda negociable. En muchos casos, los bancos centrales simplemente absorben el exceso de liquidez derivada de las entradas de divisas al tomar (a plazo fijo por lo general) los depósitos de los bancos comerciales. En algunos casos, los bancos comerciales pueden ser obligados a realizar tales depósitos. La realización de operaciones a través de la emisión de deuda negociable mejoraría el funcionamiento del mecanismo de los precios y probablemente mejora la liquidez del mercado.

La segunda pregunta es si dichos bonos deben ser emitidas por el gobierno o por el banco central. Una posibilidad sería que el gobierno de emitir los bonos y volver a depositar los fondos en el banco central. Esto probablemente presentará pequeño problema en los países con necesidades de financiación considerables¹¹.

¹⁰ Muy fuerte depreciación del tipo de cambio puede crear difíciles dilemas para los responsables políticos. La experiencia de Brasil en 2001, cuando las condiciones del mercado financiero fueron muy difíciles ilustra algunas de las cuestiones planteadas. La moneda brasileña se depreció bruscamente durante gran parte de 2001, (alrededor del 40% desde finales de 2000 a septiembre de 2001), y esto tuvo el efecto mecánico de aumentar la proporción de la deuda pendiente en moneda extranjera en la deuda total.

¹¹ Si el banco central paga una tasa de interés de corto plazo de los depósitos del gobierno, pero gana una tasa de largo plazo sobre los bonos del gobierno que posee, la curva de ganancia de rendimiento es, en esencia, transferido desde el gobierno al banco central. Pero habría que adoptar medidas para evitar que esto (por ejemplo, los intereses pagados por el banco central de

Desarrollo del mercado de valores gubernamentales: Principales objetivos
Otra posibilidad sería que el banco central emita su propio papel. Economías sin antecedentes de déficit fiscal genera "naturalmente" deuda pública (por ejemplo, Chile, Hong Kong) tienden a confiar en el papel emitido por el banco central.

Una trampa es evitar fragmentar el mercado por el papel oficial emitiendo deuda de ambos tanto el gobierno como del banco central. Si el gobierno está emitiendo deuda para financiar un déficit fiscal, entonces el banco central debería de usar en general papel emitido por el Gobierno. Esto requerirá una cuidadosa coordinación entre el Tesoro y el Banco Central; el fracaso para resolver las diferencias entre estas dos instituciones a menudo induce al banco central a emitir su propio papel. Por ejemplo, un banco central puede querer emitir bonos en un momento determinado, o con características particulares; pero el gobierno podría rehusarse a esto porque dicha emisión compite con sus propios planes de endeudamiento¹².

La tercera dimensión es la duración de la deuda emitida. Probablemente hay una presunción general de que la emisión de papel a largo plazo es más eficaz. A principios de 1990, por ejemplo, algunos bancos centrales de América Latina encontraron que el uso de los instrumentos de deuda de corto plazo a su disposición (los mercados de bonos de ser relativamente poco desarrollado) era a menudo insatisfactorio. La emisión de papel a corto plazo tiende a subir las tasas de interés a corto plazo y alentar nuevas entradas en dicho papel. Esta arriesgó sesgar la estructura de los flujos hacia el extremo corto. La esterilización mediante la venta de bonos podría reducir ese riesgo, y esto alentó a algunos países a buscar el desarrollo de los mercados de bonos¹³.

los depósitos del gobierno pudrían ser alineado con el costo para el gobierno de la emisión de bonos).

¹² Una consideración adicional no directamente relacionada con el desarrollo de los mercados de bonos es si el gobierno o el banco central debe mostrar el costo de financiamiento de acumulación de reservas (como la tasa de interés en el papel doméstico generalmente supera a la de papel internacional en el que las reservas se invierten).

¹³ Frankel (1993) ofrece un buen resumen de estas emisiones.

Al mismo tiempo, las políticas deben tener muy en cuenta los riesgos de tipo de interés que pudieran surgir del desfase de vencimiento ya sea en el banco central o en los bancos comerciales. La emisión de deuda a largo plazo para financiar las reservas a corto plazo (por lo general las explotaciones de papel del Tesoro a corto plazo emitidos por los países de moneda de reserva) expondría al banco central a desfase de vencimiento. Sobre esta base, se podría argumentar que, como la duración de las reservas de divisas aumenta (como niveles de reservas se elevan), puede haber margen para el alargamiento de los pasivos correspondientes. Por otro lado, no hay que olvidar que la emisión de papel a largo plazo significaría que los bancos comerciales -que normalmente serían los principales compradores- también podrían exponerse a riesgos de tipo de interés. Como éstos, diversos dilemas son resueltos, en la práctica parece diferir notablemente de un país a otro. India, por ejemplo, se ha aprovechado de la fuerte demanda de bonos de los bancos comerciales (que refleja la demanda de préstamos débil) para emitir deuda a largo plazo sin causar aumentos sustanciales en los rendimientos. México, por el contrario, se ha basado en la deuda a tasa flotante. Sidaoui (2002) señaló que el Banco Central de México comenzó a emitir sus propios títulos en 2000 para esterilizar el continuo aumento de las reservas de divisas la llamada "Brems", de uno y 3 años de bonos a tasa flotante con cupones ligados a la tarifa overnight. El banco central consideró que seguir vendiendo la deuda pública a largo plazo habría tenido un mayor impacto en la curva de rendimiento; y el banco central no quería poner más presión al alza sobre los rendimientos de los bonos

Fomento de los mercados de Bonos Gubernamentales profundos y líquidos¹⁴

¹⁴ El manual completo del Banco Mundial y el FMI (2001) y el APEC (1999) examinan las medidas prácticas en detalle útil.

Aunque el valor agregado de los bonos emitidos por los gobiernos en los mercados emergentes ha aumentado considerablemente en la última década, la liquidez en la mayoría de los mercados sigue siendo bastante bajo. Los diferenciales de los problemas fuera del plazo tienden a ser más grandes que en los países industrializados; la profundidad del mercado secundario (tal como se mide por la relación del volumen de negocios para promediar las existencias en circulación) tiende a ser baja; y la liquidez tiende a concentrarse en unos pocos puntos de referencia¹⁵.

La falta de liquidez en los mercados de bonos del Estado es en parte una función del tamaño del mercado. McCauley y Remolona (2000), mirando a bid-ask spreads y el éxito de los mercados de futuros en los mercados del G-10, sugieren que puede haber un umbral de tamaño que se encuentra alrededor de US\$100-200 billones. Mercados de deuda pública por debajo de este tamaño pueden tener tendencia a ser algo ilíquidos.

¿Qué puede o debe hacer el banco central (o el gobierno) para que los mercados de bonos del Estado sean más líquidos? Esta es no es una respuesta fácil. Una opinión es que las *autoridades deben concentrarse en eliminar las limitaciones artificiales en operaciones de bonos. Los Impuestos no debe desalentar el comercio.* A medida que aumenta la emisión, la liquidez seguirá naturalmente. El otro punto de vista destaca que los bancos centrales y tesorerías necesitan tomar los "primeros pasos necesarios" para iniciar un mercado y tal vez prepararse para hacerlo a lo largo de varios años.

¿Está justificado este último punto, más intervencionista? Es muy cierto que el sector público a menudo ha tomado un papel de liderazgo en el desarrollo de una estructura institucional para un mercado de bonos líquido. Y las economías de

¹⁵ En los mercados de bonos maduros de una amplia gama de emisiones de referencia (por ejemplo, 1, 2, 5, 10 y 30 años es muy líquido), pero en muchas economías emergentes sólo una o dos cuestiones son muy negociados.

Desarrollo del mercado de valores gubernamentales: Principales objetivos
escala pueden de hecho justificar un argumento "industria naciente" para las estructuras de negociación, que se vuelven autosuficientes sólo una vez que se haya alcanzado un cierto nivel de comercio. Pero hay grandes dilemas. Por ejemplo, el control público directo de las estructuras comerciales crea un conflicto entre la propiedad y la regulación/supervisión. Por esta razón es deseable que el gobierno retire gradualmente de instituciones de infraestructura de mercado ¹⁶. En los párrafos siguientes consideran los pros y los contras de algunas medidas específicas que merecen consideración, y subraya algunos peligros si los gobiernos se vuelven demasiado estrechamente involucrados.

¿Asegurarse que las tasas de los bonos son determinados por el mercado? Los mercados de instrumentos financieros se desarrollan mejor cuando los precios de dichos instrumentos son gratuitos. En la práctica, sin embargo, muchos gobiernos han buscado a menudo mantener la tasa de interés de la deuda pública por debajo del nivel de equilibrio del mercado. El intento de hacer esto durante períodos prolongados de tiempo obstaculizará el desarrollo del mercado de bonos, y la mayoría de los mercados emergentes se han alejado de este tipo de políticas.

Una pregunta más difícil es hasta qué punto el banco central (o el gobierno) deben tratar de suavizar la volatilidad a corto plazo en las tasas de los bonos con el fin de desarrollar aún más el mercado de bonos. Un alto grado de volatilidad en las tasas de los bonos del gobierno puede ser problemático porque tales tasas tienden a convertirse en los puntos de referencia del mercado (por ejemplo, hipotecas) para que los efectos se transmiten en toda la economía.

Una opinión es que la prevención de la extrema volatilidad aumenta la demanda subyacente de los bonos. Esto puede ser especialmente cierto en los bancos, que

¹⁶ Reddy (2002) explica que el Banco de la Reserva de la India promovió el descuento y Hacienda Casa de la India para desarrollar los mercados de dinero y bonos del Tesoro y la Securities Trading Corporation de la India para desarrollar el mercado secundario de títulos públicos. Pero el RBI se deshizo la mayor parte de su participación en estas instituciones ya que los mercados se volvieron más desarrollado

Desarrollo del mercado de valores gubernamentales: Principales objetivos son típicamente muy expuestos al riesgo de tipo de interés. Si ellos pueden asegurarse de que la volatilidad extrema de los precios de los bonos puede en ocasiones ser moderada por la acción oficial, el argumento, entonces va a estar más orientado a tener bonos. Otra vista es que dicha acción podría simplemente "dar primar" a los bancos, dándole menos incentivos para poner en marcha mecanismos de gestión de riesgos adecuada. También podría impedir el desarrollo de mercado de los instrumentos de cobertura. El balance de los argumentos depende de las circunstancias. Mercados menos robustos o nacientes pueden requerir más intervención. Shocks exógenos (por ejemplo, se refleja en los períodos de volatilidad inusual en los mercados internacionales de capital) pueden justificar la intervención. Pero esa intervención debe estar sujeta a restricciones si la determinación de mercado de los precios de los bonos se quiere preservar. Tomando nota de que el Banco de la Reserva de la India deliberadamente ha moderado movimientos bruscos en los rendimientos que puedan surgir en las subastas, Reddy (2002) dice que tales políticas son esencialmente un "proceso de suavizado intra-año" y no un intento de manipular los precios. El punto importante es que en general la intervención sobre la volatilidad moderada no debe degenerar en intentos de resistir la tendencia subyacente de los precios.

Desarrollar mercados monetarios líquidos. En muchos países, la extrema volatilidad de las tasas en los mercados de dinero adiciona riesgos a los tenedores de bonos, el costo que conlleva el papel a largo plazo es mucho más incierto. La ausencia de una curva de rendimientos del mercado de dinero relativamente estable y completo puede obstaculizar las estrategias de cobertura.

La volatilidad diaria de las tasas interbancarias en los mercados emergentes (medido como la desviación estándar de las tasas de interés) es mucho menor en las principales economías. La volatilidad fue particularmente alta durante las diversas crisis de la década de 1990; Desde entonces, sin embargo, la volatilidad ha disminuido en Asia y en Europa central, pero sigue siendo alta en América Latina. Una razón importante para alta volatilidad incluso en tiempos normales es

Desarrollo del mercado de valores gubernamentales: Principales objetivos
la falta de profundidad en los mercados de dinero, que a su vez refleja altos requerimientos de reserva (o un período de cumplimiento relativamente corto de reserva)¹⁷.

¿Establecer un sistema de Operadores primarios? Muchos países han encontrado que el establecimiento de un sistema operador primario es esencial para la creación de la liquidez necesaria en los mercados de bonos del gobierno. Y los operadores primarios a menudo ayudan a la comprensión del banco central en el mercado. Además, las dos vías proporcionadas por operadores primarios juegan un papel significativo en el desarrollo de un mercado secundario transparente. Rotación en el mercado de bonos se incrementó significativamente en varios países después de que se introdujeron los operadores primarios. En la mayoría de los países los operadores primarios se ampliaron algunos privilegios, incluyendo el derecho exclusivo de hacer una oferta en el mercado primario, el acceso a las ofertas no competitivas, acceso a las instalaciones de préstamo de valores del banco central, o ciertas exenciones fiscales¹⁸. Invitar a las empresas extranjeras para convertirse en operadores primarios en las mismas condiciones que las empresas nacionales pueden ayudar a la transmisión de las mejores prácticas internacionales en el mercado local. Algunos países en desarrollo quizás no están tan exigentes con los operadores primarios como las autoridades de los países industriales: obligaciones podrían incluir una oferta regular en una subasta; ofreciendo cotizaciones continuas bidireccionales; y la promoción de vínculos entre los inversores minoristas.

Fomentar un mercado de repos de deuda pública. Los bancos centrales pueden mejorar la liquidez en los mercados secundarios con el uso de títulos públicos como garantía de sus operaciones de préstamo. Por otra parte, las operaciones de recompra ("repos") son de operaciones simples, ya que no afectan a los precios

¹⁷ Estos aspectos se discuten en Mohanty (2002).

¹⁸ Para un resumen de las obligaciones y privilegios de los operadores primarios en determinados países ver Tabla A2 en Mohanty (2002).

Desarrollo del mercado de valores gubernamentales: Principales objetivos de los bonos (excepto indirectamente) más neutrales del mercado y sólo tienen un impacto temporal en la liquidez¹⁹.

El desarrollo de un mercado de repo en bonos del gobierno es esencial para facilitar el arbitraje a través de la curva de rendimiento y así absorber el exceso de liquidez en el mercado. Sin embargo, los mercados de repos permanecen subdesarrollados en la mayoría de las economías emergentes. El mercado interbancario de repos tiende a ser muy corto plazo, por lo general overnight. A falta de una buena garantía y la inclusión de las operaciones de reporto en activos elegibles para los requerimientos de reservas a veces limita el desarrollo de los mercados de repos.

Adoptar una actitud más liberal hacia las ventas en corto (Short Selling). La capacidad de un Short sell de un instrumento hace a los mercados más completos. En particular, la capacidad de Short sell y "pedir prestado" una garantía promueve la liquidez del mercado: el riesgo de fallos de liquidación se reduce y las oportunidades de arbitraje se incrementan. El impacto favorable en la liquidez fue una de las principales razones por las que muchos países industriales relajaron las restricciones a las operaciones de préstamo de valores durante la década de 1990. Sin embargo, la mayoría de los mercados emergentes siguen restringiendo las ventas en corto. Hay varias razones que se aducen para ello:

- Una de ellas es que las prácticas locales de gestión de riesgo no pueden hacer frente a la necesidad de monitorear continuamente otros riesgos de crédito (si una contraparte no entrega) o los riesgos de mercado (si el valor de los cambios colaterales).

- Otra es que el sistema de pagos y liquidación no se ha desarrollado lo suficiente como para hacer frente a los procedimientos de solución más complejas involucradas.

¹⁹ Ver Figueiredo et al (2002) para una discusión de la preferencia de Brasil por más de repos operaciones simples

- Una tercera es que al permitir la venta en corto puede implicar riesgos sistémicos, aumentando el apalancamiento y la creación de un canal adicional a través del cual los choques se pueden transmitir en el sistema financiero.

Estas razones, sin embargo, no hacen nada para debilitar el caso general por permitir la venta en corto. Más bien apuntan a la necesidad de mejorar la regulación y supervisión del sistema financiero.

Desarrollar puntos de referencia. En muchos casos, la fragmentación de la deuda pública pendiente en un gran número de emisiones distintas dificulta la liquidez: un síntoma de esto es a menudo una curva de rendimiento muy desigual. Concentrar la emisión de unos pocos valores de referencia suele mejorar la liquidez. Cuando administradores de la deuda del gobierno temen que no van a ser capaces de colocar todo el papel que tienen que emitir, hay una tentación de llegar al mercado con mucha frecuencia con muchos pequeños problemas, a menudo con términos adaptados a atraer a los inversores en ese momento en particular. Los intentos de aumentar el tamaño de la emisión y de reabrir emisiones existentes han hecho una contribución útil a la liquidez en muchos países.²⁰ Una idea sencilla es definir problemas en términos de una fecha de vencimiento común (por ejemplo, 30 junio de 2015) en lugar de emisión (por ejemplo, 5 años) de papel de manera constante a través del año con la madurez se define como cinco años desde la fecha de emisión. Una política de consolidación por el administrador de la deuda del gobierno o por el banco central (es decir, la compra de los números anteriores no líquidos y venta de temas populares) también puede hacer que la curva de rendimiento mucho más suave, y así proporcionar una mejor referencia²¹.

²⁰ Ver pp66-7 Mohanty (2002).

²¹ Ver Stebbing (1997) para una cuenta de experiencias de Australia (especialmente Gráfico 2) que atrae a muchas implicaciones útiles para las economías de mercados emergentes.

Muchos países han adoptado este tipo de estrategias con el fin de desarrollar puntos de referencia. Singapur ha cambiado recientemente de recompra de operaciones con el fin de desarrollar puntos de referencia. En Tailandia, se han introducido cambios legales para ayudar al administrador de la deuda a recomprar valores. Nuevos instrumentos (bonos cupón cero y "stripping") han puesto en marcha en muchos países para ampliar la gama de instrumentos. Además, el mercado de futuros de desarrollo se ha tenido énfasis en muchos países. En Corea, el comercio de bonos recibió un impulso después de la creación de un mercado de futuros de bonos. Una tendencia similar se ha observado en Singapur.

Ampliación de la base de inversores y emisores

La base de inversores: los no residentes, los hogares y los inversionistas institucionales

Muchos países han encontrado que permitir la inversión de no residentes hace que los mercados locales de bonos sean más líquidos. Choy (2002) señala que es probable que los bancos extranjeros deseen invertir sus saldos de efectivo ociosos en valores altamente comercializables como los bonos gubernamentales en los países de su operación. Sidaoui (2002) señala que los bancos extranjeros en México, especialmente los más pequeños, derivan sus ingresos de la negociación activa de valores, en lugar de mantenerlos.

Se puede hacer mucho para fomentar la base de inversionistas locales. Debido a que los inversores institucionales, como compañías de seguros y fondos de pensiones necesitan para mantener la deuda a largo plazo, muchos ven estas instituciones como clave para el desarrollo de los mercados de deuda. Es probable que el desarrollo de los sistemas de pensiones de capitalización ejerza una influencia particularmente poderosa; los fondos acumulados de los planes de pensiones cuando está completamente madura a menudo se enfocan en una

Desarrollo del mercado de valores gubernamentales: Principales objetivos
cantidad equivalente al tamaño del PIB²². Por otra parte, la demanda neta de activos en un "joven" de fondos de pensiones es sustancial durante el proceso de maduración. Si los mercados de bonos locales están poco desarrollados, los inversores institucionales pueden ser inducidos para tener el papel a corto plazo. Los fondos de pensiones en algunos países tienen un incentivo para tener el papel a corto plazo, ya sea debido a una curva de rendimiento invertida o porque los instrumentos del mercado monetario se pueden negociar con más facilidad que el papel a largo plazo.

El ejemplo más citado de desarrollo de fondos de pensiones en los mercados emergentes que van de la mano con el desarrollo del mercado de bonos es el de Chile, que puso en marcha un sistema de pensiones de capitalización en 1981. Esto contribuyó a un largo auge de precios de los activos chilenos; llevando a los fondos de pensiones a tener (por 2000) el equivalente a más del 50% del PIB; e hizo que el mercado de capitales de Chile uno de los más desarrollados en América Latina. El uso de la deuda indexada a la inflación era una característica central de este éxito. La reforma de las pensiones también ha llevado a la creación de las agencias de calificación.

Cifuentes et al (2002) señalan que las inversiones de fondos de pensiones en los mercados de bonos locales siguieron aumentando en un período reciente, cuando otros inversionistas se retiraban, lo que sugiere que los fondos de pensiones prestan estabilidad al mercado. Pero también hacen hincapié en la importancia de una industria de inversión de amplia base donde los inversores institucionales distintos de los fondos de pensiones desempeñan un papel importante. Esto puede no ser fácil de lograr. Señalan que la industria de fondos de pensiones en Chile se ha convertido en un monopsonio virtual entre inversores institucionales

²² Para una buena discusión reciente de las cuestiones de política planteadas por los inversores institucionales ven Carmichael y Pomerleano (2002). Este libro Comentarlos recientes estudios que muestran que el crecimiento de los planes de pensiones de ayuda a los mercados financieros para desarrollar. Ver pp 108-110

Una segunda cuestión se refiere a normas que rigen la calidad crediticia de sus inversiones. Con el fin de proteger a los inversores, impusieron reglas para prevenir o limitar el grado de inversión en el papel no-inversionistas²⁵. Sin embargo, esta norma tiene varias consecuencias que pueden perjudicar la estabilidad financiera inadvertidamente. Se podría magnificar el impacto de la rebaja de crédito de los bonos de una empresa ya que los inversores institucionales se ven obligados a vender bonos degradados. Otra posible consecuencia es que los créditos más pobres podrían obligar a los bancos a un proceso de selección adversa.

Otra omisión se refiere a la inversión en valores extranjeros. Esto es a menudo prohibido o restringido, con el argumento de que obligar a los inversores institucionales para comprar títulos nacionales ayuda a profundizar los mercados financieros locales.

- Los países pequeños suelen tener una mayor necesidad de la diversificación, y por lo tanto de la inversión en valores extranjeros. Una alta proporción de los activos de los inversionistas institucionales en el exterior (en moneda extranjera) puede dar un país un amortiguador frente a la volatilidad de los tipos de cambio. En casos extremos, las instituciones financieras sobre-invierten en bonos de los gobiernos locales pueden enfrentar una "corrida" cuando los inversores pierden la confianza local.

²³ Los fondos de pensiones tienen un 70% de los bancos centrales y los títulos públicos en circulación en Chile. Ver Gráfico 2 en Cifuentes et al (2002) para la medida de aumento de la concentración en el sector de los fondos de pensiones

²⁴ Ver (2.002) la discusión de Sidaoui de esta cuestión y las reformas en México.

²⁵ Una regla alternativa podría ser la de permitir a los inversores institucionales invertir lo que quieran, pero imponen mayores requerimientos de reservas o provisiones contra la inversión en activos de mayor riesgo. Choy (2002) señala que se aplica este enfoque en el Perú. Otro enfoque es limitar lo que los inversores institucionales compran en lugar de celebrar

- Desarrollo del mercado de valores gubernamentales: Principales objetivos
- El tamaño del mercado interno. Si los fondos de pensiones están obligados a poner todos sus activos en valores nacionales, adquieren acciones cada vez más grandes de frecuencia pequeña en los mercados internos. Esto podría crear importantes distorsiones en el funcionamiento del mercado local.

La Base Emisora: Mercados de Bonos Corporativos

Con la excepción de algunos países de Asia, los mercados de bonos corporativos han sido tradicionalmente poco desarrollados en la mayoría de los mercados emergentes. Esto por lo general refleja el predominio de los préstamos bancarios y la estrecha relación entre empresas y bancos. Otra razón ha sido que la calidad de la información de las empresas es demasiado pobre para apoyar la emisión pública de deuda corporativa. En algunos casos, las empresas tratan de evadir los requisitos de divulgación estrictas para la emisión pública, apoyándose en las colocaciones privadas. Esto plantea la cuestión de hasta qué punto dichas colocaciones deben caer bajo la competencia de las autoridades de control²⁶.

Un tema controversial es el papel que las agencias de calificación crediticia deben desempeñar. Una de las consecuencias a menudo extraídas de la experiencia de Estados Unidos es que un requisito previo fundamental para el desarrollo de un mercado de bonos corporativos es la existencia de algún tipo de evaluación del riesgo de crédito independiente. Por esta razón -y debido a la mayor dependencia de la evaluación externa prevista en el nuevo Acuerdo de Basilea propuesto- la mayoría de los países han reforzado los esfuerzos para desarrollar las calificaciones de crédito en su país. ¿Qué tan exitosos han sido estos esfuerzos? En la mayoría de los países, esto es muy difícil de juzgar porque la práctica de la calificación crediticia independiente de las empresas es todavía bastante nueva. El registro histórico de la correspondencia entre las tasas de incumplimiento y las calificaciones de crédito en varias economías emergentes es mixto²⁷.

²⁶ Reddy (2002) tiene un debate esclarecedor de este punto

²⁷ Ver pp 141-2 of Kim y Park (2002).

El mayor protagonismo de las calificaciones crediticias (y su uso más amplio a efectos de regulación) ha planteado la cuestión de la función del Estado en la promoción del desarrollo de las agencias de calificación de crédito privadas. ¿Es posible conciliar la necesidad imperiosa de promover calificaciones objetivas con las políticas oficiales más activistas (por ejemplo, la promoción de las agencias de calificación de crédito o someter su actuación a las auditorías oficiales)? La experiencia de Chile es que el Estado llegó gradualmente a intervenir menos en las decisiones de las agencias privadas. Al principio, las calificaciones de las agencias privadas fueron revisadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo; hoy en día, la Comisión puede pedir una tercera calificación si las calificaciones originales difieren considerablemente. En Perú, cualquier título de deuda privada debe ser calificado por al menos dos agencias de calificación; de las tres agencias nacionales que operan en el país, dos están asociados con las agencias internacionales de calificación crediticia.

El Reto para la banca

El desarrollo de los mercados de deuda da a las corporaciones una fuente alternativa de financiación, y esto a menudo proporciona presión competitiva sobre los bancos. Esto no sólo estimula una mayor eficiencia operativa en el sector bancario (de modo que los costos bajan), sino también obliga a los bancos a mejorar sus procesos de seguimiento de riesgos, que se ven obligados a precio más bajo²⁸. De este modo, una contribución significativa puede hacer sólido del sistema bancario.

¿La presión competitiva llega demasiado lejos? Los mercados de bonos, a menudo se afirman, que es un negocio más seguro y que se debe dejar el banco sólo con los préstamos de mayor riesgo. ¿Hasta dónde podría argumentarse que el marco regulador contribuye a este resultado? Si los bancos se ven obligados

²⁸ Ver Sokoler (2002)

Desarrollo del mercado de valores gubernamentales: Principales objetivos por reglamento a mantener excesivo capital contra los préstamos de prestatarios de bajo riesgo, esto puede forzar una migración injustificada de "buenos" los prestatarios de los bancos a los mercados. Esta es una distorsión y puede ser ineficiente. Por otra parte, se podría plantear peligros sistémicos en la concentración de los riesgos. Hay razones para creer que las actuales normas sobre el capital de los bancos (que no diferencian suficientemente través de los riesgos de crédito) pueden tener este efecto. De hecho, la revisión propuesta por el Comité de Basilea al Acuerdo de Capital establece explícitamente este derecho y su objetivo de alinear los requerimientos de capital más estrechamente con los riesgos reales. Se debe considerar la forma de corregir las distorsiones actuales. En la práctica, la relación entre los bancos y los mercados de capitales es más simbiótica que el viejo modelo. En primer lugar, los bancos son los principales tenedores de bonos. Se puede encontrar que los bancos en los mercados emergentes mantuvieron cerca de un tercio de los bonos nacionales pendientes; en Asia, la proporción era más grande que la mitad.

No sólo los bonos constituyen una proporción significativa de los balances de los bancos, pero los negocios relacionados con la emisión de bonos se han convertido en un elemento más importante que las ganancias de los bancos. Muchos han argumentado que los bancos sólo pueden florecer si aprenden a jugar un papel importante en los mercados de capital²⁹. De acuerdo con este punto de vista, los bancos deben participar plenamente en bonos seguros y en la venta de productos del mercado de capitales a los hogares.

Esto presentará un desafío importante para los bancos comerciales, en particular en aquellos países con una cultura única de banca de inversión limitada. La necesidad de educar a los bancos comerciales en las habilidades -y las dificultades- de la banca de inversión es un tema común. Las preocupaciones acerca de confiar exclusivamente en instituciones extranjeras cuyas actividades

²⁹ Véase, en particular Yoshitomi y Shirai (2001). APEC (1999) enuncia 36 elementos clave para el desarrollo de los mercados de bonos.

Desarrollo del mercado de valores gubernamentales: Principales objetivos están imperfectamente entendido las entidades locales (públicas tanto como privado) también han salido a la superficie de vez en cuando. Tres cuestiones importantes requieren atención.

El primero se refiere a la fijación de precios de los préstamos. Tradicionalmente, los préstamos han sido, no negociables, celebrada en el balance por su valor histórico. Como los clientes corporativos emiten cada vez más bonos que cotizan en los mercados secundarios, sin embargo, esta base de valoración será más cuestionable: los precios basados en el mercado de riesgo de crédito se harán ampliamente disponibles que en la actualidad. Esto significa que los bancos y sus reguladores tendrán que desarrollar mecanismos que incorporen dicha información de manera que fomenten la disciplina de mercado, pero no desestabilizan indebidamente las ganancias reportadas por los bancos

La segunda cuestión es la titulización. Al igual que en los principales mercados desarrollados, los bancos en los mercados emergentes tendrán que ser más hábil en la agrupación de los préstamos bancarios en paquetes para ser vendidos en el mercado. Esto puede funcionar mejor para hipotecas y créditos de consumo, dos áreas de reciente crecimiento fuerte en varias economías asiáticas en desarrollo, ya que las decisiones sobre la fijación de precios de este tipo de préstamos tienden a no depender de ningún conocimiento o relación especial, sino más bien en criterios "objetivos" (tales como los ingresos, la valoración de los activos con garantía y así sucesivamente). Mientras se desarrolla este proceso, los nuevos instrumentos de deuda vienen en el mercado.

En la actualidad, la titulización de activos de los bancos sigue siendo bastante infrecuente en economías emergentes³⁰. Esto es en parte debido a que, en el actual entorno de debilidad de la demanda de crédito en muchas economías de mercados emergentes, los bancos son muy líquidos. En tales circunstancias, no

³⁰ Una excepción ha sido Corea, donde el mercado de valores respaldados por activos está bien desarrollado. Véase el apéndice 4 del CGFS (2003) para continuar el debate.

Desarrollo del mercado de valores gubernamentales: Principales objetivos es necesario obtener préstamos de sus balances a fin de buscar nuevos negocios. Pero en parte porque también hay barreras significativas (e indeseables) a la titulación de los préstamos bancarios en los mercados emergentes. Se necesitan reformas; facilitando el desarrollo de valores respaldados por hipotecas (procedimientos de quiebra etc. reglas colaterales). La falta de una curva de referencia de rendimiento a largo plazo (por ejemplo, de los bonos del gobierno) también frena el desarrollo de mercados para los activos titulizados.

La tercera cuestión es el riesgo de tipo de interés sin cobertura en el balance de un banco. Anteriormente, bajo regímenes altamente regulados, las tasas de interés típicamente no tienen una función importante en la asignación y tendían a ser bastante estable en el tiempo. Las tasas de largo plazo se mantuvieron con frecuencia por encima de las tasas de corto plazo, por lo que los bancos podrían financiar de forma segura los activos de largo plazo con pasivos a corto plazo. Y los controles de cambio aislando tasas internas de los mercados internacionales de capital. Bajo los regímenes más liberales que prevalecen hoy en día, sin embargo, las tasas de interés se han vuelto mucho más volátiles. Esto significa que los bancos están más expuestos al riesgo de tipo de interés, que no siempre están bien preparados para manejarlos. Además, hay una falta de instrumentos de cobertura adecuados en muchos países; y los bancos tienen prohibido participar en derivados de tipo de interés de mercado³¹. En muchos casos, los bancos no tienen cobertura a la exposición de tasas de interés que surgen de la celebración de los bonos del gobierno. Al-Jasser y Banafe (2002) cuenta que cuando los bancos en Arabia Saudita cubren el riesgo de tipo de interés tienden a utilizar los mercados de futuros o fijo frente swaps de tasas de interés variable de los EE.UU, una cobertura imperfecta, dadas las distintas monedas.

Conclusiones

³¹ Cifuentes et al (2002) muestran que la profundidad del mercado de derivados de tipos de interés aumentó de forma pronunciada en los dos años seguida de la relajación de las normas que limitan la participación de los bancos.

El registro del desarrollo del mercado de bonos en los mercados emergentes en los últimos cinco o seis años ha sido un tanto desigual. En términos de tamaño de mercado, el alargamiento de plazos de vencimiento y el número de países en desarrollo de sus propios mercados y el período ha sido el éxito. Sin embargo, en términos de liquidez, los resultados han sido un tanto decepcionantes.

¿Por qué el gran aumento en la emisión de bonos no ha llevado a mercados líquidos más profundas y más? A veces se argumenta que algunos países son demasiado pequeños para desarrollar sus propios mercados de bonos. Un país con una pequeña base de inversores y pocos market makers tendrá más dificultades para desarrollar mercados competitivos de bonos. El dominio de unos pocos jugadores grandes inevitablemente dejará el mercado abierto a la manipulación. Y los pequeños mercados tenderán a ser ilíquidos.

No hay una respuesta sencilla a la pregunta de qué tan grande debe ser un país para desarrollar su propio mercado de bonos. Tampoco hay buenas razones para suponer que el umbral es constante en el tiempo. Algunos han argumentado, por ejemplo, que los costos de transacción más bajos que vienen con los desarrollos de TI pueden aumentar el número de participantes activos en un mercado determinado, haciéndolo más competitivo y líquido.

Sin embargo, la existencia de mercados de bonos líquidos en muchos países de muy diferente tamaño sugiere que la mayoría de los países de mercados emergentes de tamaño medio pueden desarrollar mercados más líquidos que los que existen en la actualidad. Pero para realizar este potencial, los países deben evaluar de nuevo una amplia gama de políticas o prácticas que impiden el desarrollo de los mercados de bonos. Tres pautas simples podrían ser mencionadas: En primer lugar, los gobiernos deben tratar de satisfacer la mayor parte de sus necesidades de financiación en los mercados de capitales locales. En segundo lugar, la política de emisión debe evitar la fragmentación del mercado de deuda local. Los temores de los administradores de la deuda del gobierno de que

Desarrollo del mercado de valores gubernamentales: Principales objetivos
el fallo de un Emisión grande podría dañar la confianza, a menudo conducen a la flotación de demasiadas pequeñas emisiones. La naturaleza de los bonos emitidos también suele ser diversa (por ejemplo, imponible frente no imponible, nominal frente indexada, flotando frente a tasa fija). Y diferentes organismos del sector público a menudo emiten diferentes papeles. Tales procedimientos fragmentan el mercado de bonos, las autoridades deberían ser sobre tener como principal compromiso la liquidez del mercado y la no fragmentación del mismo . En tercer lugar, los reglamentos de las instituciones financieras y operaciones de bonos deben ser revisados cuidadosamente.

Una reflexión final es que un país "pequeño" conscientes de los límites de su propio tamaño en el desarrollo de sus mercados de deuda puede adoptar cualquier estrategia hacia adentro o una estrategia orientada hacia el exterior. La estrategia hacia adentro busca obligar a los inversores locales a invertir en instrumentos locales. El error de esta política es que se priva a los inversores locales de la oportunidad de diversificar sus inversiones, y la necesidad de la diversificación es tanto mayor cuanto menor sea el país. Varias crisis en los mercados emergentes se han hecho mucho peor cuando las instituciones financieras locales sufrieron grandes pérdidas en sus tenencias de (devaluado) instrumentos locales.

¿Pueden los países pequeños remediar el inconveniente de tener pequeños mercados locales uniendo y formando los mercados de bonos conjuntos? Esto se ha convertido en un tema muy debatido. La respuesta depende del grado de movimiento entre los diferentes mercados. Si esta es baja, entonces la inversión en los mercados de cada uno aportará diversificación de la cartera. Pero si estos mercados locales tienden a moverse en estrecha colaboración, tal estrategia puede dejar inversores más expuestos a shocks comunes que si hubieran invertido fuera de su región.

La estrategia hacia el exterior sería permitir que los bancos extranjeros y las firmas de valores en el sector financiero local, permitan a los inversores locales diversificarse invirtiendo en el extranjero. Las instituciones extranjeras tienen mucho que aportar, tanto para el funcionamiento de los mercados de bonos como para llevar a los inversores al resto del mundo. Es cierto que la volatilidad de los mercados internacionales de capital en los últimos años ha dado a los inversionistas extranjeros un mal nombre en gran parte del mundo. Pero es igualmente cierto que la búsqueda de rentabilidad en los mercados desarrollados, en combinación con un cambio estratégico por parte de algunos grandes inversores institucionales de renta variable a los bonos, ofrece en la actualidad un clima especialmente favorable para la atracción de inversionistas extranjeros en los mercados de deuda interna en muchos países en desarrollo.

Bibliografía.

Al-Jasser, M S and Banafe, A (2002): "The development of debt markets in emerging economies: The Saudi Arabian experience", in BIS Papers No 11, pp 178-183.

Allen, F and D Gale (2000): Comparing Financial Systems, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

Anderson, P (1999): "Sovereign debt management in an assetliability management framework". Paper presented to 2nd Sovereign Debt Management Forum, World Bank, Washington DC, and 1-2 November.

APEC (1999): Compendium of sound practices: guidelines to facilitate the development of domestic bond markets in APEC member economies, September.

BIS (2001): The changing shape of fixed-income markets: a collection of studies by central bank economists. BIS Papers No 8 July (www.bis.org).

BIS (2002): The development of bond markets in emerging economies, BIS Papers No 11, June (www.bis.org)

Borensztein, E and P Mauro (2002). Reviving the case for GDP-indexed bonds. IMF Policy Discussion Paper PDP/02/10.

Desarrollo del mercado de valores gubernamentales: Principales objetivos
Burger, John and F Warnock (2002). "Diversification, original sin and international bond portfolios". Mimeo.

Carmichael, J and M Pomerleano (2002): Development and Regulation of Non-Bank Financial Institutions, World Bank, Washington DC, March. CGFS (2003) Credit risk transfer. January.

Chabchitrchaidol, A and O Permpoon, (2002): "Development of the Thai bond market", in BIS Papers No 11, pp 190-200.

Choy, M, (2002): "The development of debt markets in Peru", in BIS Papers No 11, pp165-175.

Financial Stability Forum (2000): "Report of the Working Group on Capital Flows", (www.fsforum.org).

Frankel, J (1993): "Sterilisation of money inflows: difficult (Calvo) or easy (Reisen)?" University of California Berkeley, Center for International and Development Economics Research Paper, No C93-024, October.

Harun, Dato' Salleh, (2002): "The development of debt markets in Malaysia", in BIS Papers No 11, pp147-151.

Hawkins, J (2002): "Bond markets and banks in emerging economies" in BIS (2002).

Hawkins, J and D Mihaljek (2002): "The banking industry in the emerging market economies: competition, consolidation and systemic stability", BIS Papers, No 4, August.

Herring, R and N Chatusripitak (2001): "The case of the missing market: the bond market and why it matters for financial development", Wharton Financial Institutions Center Working Paper, University of Pennsylvania. (An earlier version appeared as ADB Institute working paper, No 11, July 2000).

IMF (2002a): "Alternative financial instruments and access to capital markets". IMF Global Financial Stability Report. March.

IMF (2002b): "Emerging local bond markets". IMF Global Financial Stability Report. September.

Jiang, G, N Tang and E Law, (2002): "The costs and benefits of developing debt markets: Hong Kong's experience", in BIS Papers No 11, pp 103-115. 23

Karacadag, C and A Shrivastava (2000): "The role of subordinated debt in market discipline – the case of emerging markets", IMF working paper, No 00/215, December.

Kim S and J H Park, (2002): "Structural change in the corporate bond market in Korea after the currency crisis", in BIS Papers No 11, pp 130-147.

McCauley, R and E Remolona (2000): "Size and liquidity of government bond markets", BIS Quarterly Review, November.

Merrill Lynch (2002): World bond markets 2002, April.

Mihaljek, D, M Scatigna and A Villar (2002). "Recent trends in bond markets" in BIS (2002).

Mohanty, M S (2002): "Improving liquidity in government bond markets: What can be done?" in BIS (2002).

OECD (1995). Securities markets in OECD countries: organization and regulations. Paris.

Patil, R (2001): "Changing scenario of industrial finances and capital markets in the new millennium", The Shroff Memorial Trust, Mumbai.

Reddy, Y V (2002): "Issues and challenges in the development of the debt market in India", in BIS Papers No 11, pp117-127.

Sándor, G, (2002): "Developments in Hungarian debt markets", in BIS Papers No 11, pp 115-117.

Sidaoui, J (2002): "The role of the central bank in the developing debt markets in Mexico", in BIS Papers No 11, pp 151-165.

Sokoler, M, (2002): "The importance of a well-developed bond market – an Israeli perspective", in BIS Papers No 11, pp 127-130.

Stebbing, P (1997): "Debt management practices in Australia: some recent history", paper presented at the IMF/Bank of Korea seminar on Fiscal and