

ENSAYOS

Los intermediarios primarios
en los mercados de valores del gobierno

Robin McConnachie

62

Publicado en inglés por el Centro de Estudios de Banca Central,
Banco de Inglaterra, Londres EC2R 8AH, mayo de 1996.

Primera edición, 1997

Derechos exclusivos en español reservados conforme a la ley
© Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1997
Durango 54, México, D.F. 06700
Prohibida su venta

Impreso y hecho en México
Printed and made in Mexico

RESUMEN

Este *Manual* introductorio describe en primer lugar las funciones principales de lo que comúnmente se llaman intermediarios primarios en los mercados de valores del gobierno. Expone las ventajas de los sistemas de intermediarios primarios a las autoridades que manejan estos mercados (habitualmente el Ministerio de Finanzas y el Banco Central) y explican qué tendrían que conceder las autoridades para asegurarse los beneficios. Analiza cuáles de estas consideraciones pueden ser más relevantes para decidir si se desarrolla un sistema de intermediarios primarios o cómo hacerlo. El análisis podría ser aplicable a cualquier economía, aunque estas cuestiones pueden ser más apremiantes en algunos de los países en transición hacia una economía de mercado.

El *Manual* no aborda específicamente el papel de los intermediarios financieros en los mercados *monetarios*, en oposición a los mercados de valores, aunque, en particular en una economía de mercado en desarrollo, podría haber un considerable grado de traslapo entre estos dos mercados, de manera que una parte del razonamiento aquí podría aplicarse igualmente al papel de los intermediarios financieros especialistas en los mercados monetarios.

Agradezco a mis colegas del Banco de Inglaterra sus comentarios sobre los sucesivos borradores de este *Manual*. Tengo una deuda particular con Hans Blommestein (OCDE), Eva Ladányi-Kiss (Banco Nacional de Hungría) y Pedro Martínez Méndez por sus comentarios provechosos a un borrador particular y sus orientaciones generales y aliento. Las opiniones que se expresan en este *Manual* no deben tomarse necesariamente como las del Banco de Inglaterra, pero los errores que queden ciertamente son míos. Yo y mis colegas del Centro de Estudios de Banca Central, estaríamos encantados de responder a las preguntas que surjan de este *Manual*.

1. General

El objetivo básico de un administrador de la deuda pública es el de cubrir las necesidades de crédito público de la forma más barata posible. Para lograr este objetivo, tanto el mercado primario como el secundario necesitan ser amplios y eficientes y el mercado secundario, si es posible, profundo y líquido. Existen diferentes formas para tratar de lograr esto, pero muchos países de la OCDE designan a un grupo de empresas financieras altamente calificadas para jugar un papel de intermediarios especialistas en los mercados de valores del gobierno, entre las autoridades por un lado y el mercado por el otro. A estos se los llama generalmente intermediarios primarios (como por ejemplo en Estados Unidos) pero algunas veces se refieren a ellos simplemente como operadores del mercado (causantes del mercado).

En el mercado de valores del gobierno en el Reino Unido se los conoce como operadores del mercado de valores de primera clase (*gift-edged market makers* o **GEMMS** -el término "*gilt-edged*" se utiliza para describir los valores del gobierno), mientras que en Francia se los llama especialistas en valores del Tesoro (*SVTs*). En este *Manual* los términos "intermediario primario" y "operador del mercado" se utilizan indistintamente.

A cambio de una serie de obligaciones, tales como hacer una oferta continua de compra inmediata y precios de venta en valores del gobierno negociables, o presentar ofertas de compra inmediata razonables en las subastas, estas empresas reciben una serie de privilegios en el mercado. La naturaleza y contenido de estas obligaciones y privilegios varía grandemente de país a país. En algunos casos hay empresas que juegan el papel de intermediarios primarios sin el reconocimiento oficial formal; pero no obstante con cierto grado de incentivo oficial.

Desde luego que no debería emprenderse la instalación de un sistema de intermediario primario aisladamente de las autoridades que establecen una política monetaria de mercado, desarrollan un mercado monetario de buen funcionamiento y siguen una política de emisión razonablemente firme y predecible, sin la cual es probable que nadie se embarque en negociar con valores del gobierno u obtener un beneficio regular de ello. Y para algunos países en transición, por lo menos, debería reconocerse que el desarrollo normal de un sistema de intermediario primario estará fuera de los bancos existentes, de acuerdo con el "modelo bancario universal"; los intermediarios primarios no deberían considerarse necesariamente como las únicas empresas de valores según el modelo "anglosajón".

2. Práctica internacional

Los intermediarios primarios han existido durante algún tiempo, por ejemplo en Canadá, Francia, Italia, España, el Reino Unido y Estados Unidos de América. Todos estos países utilizan el reconocimiento oficial como un incentivo: está garantizado bajo condiciones específicas y la "licencia" así creada se revisa de tiempo en tiempo. Recientemente Irlanda ha introducido este sistema como apropiado para la etapa de desarrollo de su mercado.

En contraste, en Australia, Alemania, Japón, los Países Bajos y Nueva Zelanda no hay intermediarios primarios designados formalmente, aunque en estos países un grupo de empresas colabora en la asignación y desarrollo apropiado del mercado de una manera informal. En Alemania y Japón los gobiernos reúnen parte de sus necesidades de financiamiento por medio de los sindicatos, aunque hoy en día la mayor parte tiende a reunirse por sistemas que ofrecen acceso más abierto; la liquidez de ambos mercados ha sido parcialmente asegurada por la fuerza de sus respectivas monedas.

Un sistema de intermediario primario puede ser particularmente beneficioso en la transición de un sistema dirigido, a uno totalmente de mercado, para la venta, transferencia y rescate de los valores del gobierno. La India parecería presentar dicho ejemplo.

3. Ventajas y desventajas de un sistema de intermediario primario

Esta sección considera las ventajas y desventajas de un sistema de intermediario primario desde el punto de vista de las autoridades. (El término “las autoridades” se utiliza en este *Manual* para referirse colectivamente a los cuerpos oficiales, tales como el Ministerio de Finanzas, el Banco Central y los organismos de supervisión; el significado preciso en cualquier contexto habitualmente es claro.) Tendrá tres objetivos principales:

- (a) Un objetivo en el mercado primario de asegurar la *participación máxima en las subastas* de valores del gobierno que tienen lugar de vez en vez, asegurando así al Ministerio de Finanzas de la fuerte aceptación voluntaria de los valores del gobierno en subasta y/o los precios más altos posibles.
- (b) Un objetivo en el mercado secundario de *mejorar la liquidez*, a través de un sistema de operador del mercado, que en tercer lugar también mejoraría el funcionamiento del mercado primario y así finalmente los términos bajo los que el gobierno es capaz de financiar su déficit.

La liquidez se facilita si hay operadores del mercado activos que se comprometan a establecer, a solicitud y bajo cualesquiera condiciones comerciales, precios de dos direcciones continuos y efectivos. Esta función de operador del mercado es el propósito central de un sistema de intermediarios primarios. Si el sistema es efectivo, debería permitir que el administrador de la deuda -por ejemplo el banco central (que al principio del desarrollo del mercado pudo haber sido el único operador del mercado)- se retirase progresivamente de ese papel. Esta función de operador del mercado generalmente no se considera como la función del banco central en un mercado desarrollado, en particular a causa del conflicto posible con sus objetivos clave de política monetaria, como se expresan en sus operaciones en el mercado monetario (un tema que se trata con mayor detalle en el *Manual* n° 10). En cualquier caso el banco no debería debilitar la posición y utilidad potencial de los intermediarios primarios.

Además, el banco central normalmente no desearía exponerse a los riesgos de la función de operador del mercado. Otra desventaja de que el propio banco central sea un operador del mercado dominante es que, si por consiguiente tiende a establecer el precio mismo del mercado, puede

aislarse de las señales que de otra forma le transmitiría el mercado sobre el precio verdadero de compensación de mercado.

- (c) Un objetivo más general de originar *mayor competencia*. En particular, si las empresas extranjeras están autorizadas para operar como intermediarios primarios, pueden tener el efecto de tanto traer más capital al mercado como, por medio de una competencia mayor, bajar las comisiones o reducir los diferenciales de los precios de compra/venta abaratando así los costos de negociar en el mercado secundario y de este modo, estimulando indirectamente el mercado primario. Más adelante se discute con mayor detalle, la cuestión de permitir a las empresas extranjeras el acceso al mercado interno para los valores del gobierno, ya sea con ciertas restricciones o con ninguna (incluyendo la cuestión de hasta qué punto se les puede obligara establecer una presencia local verdadera).

Sin embargo, existen ciertos argumentos, por otra parte, que las autoridades necesitan ponderar antes de seguir adelante con la introducción de un sistema de intermediario primario. El riesgo principal es que las nuevas disposiciones resulten ser en realidad anticompetitivas. Los intermediarios primarios esperan hacer dinero con el oligopolio que les sea dado como intermediarios entre las autoridades y el mercado; y hay un peligro de colusión, en particular si sólo unas pocas empresas desean ser intermediarios primarios y son aceptados como tales. Un cártel podría:

- (a) forzar los precios a la baja en una subasta *contra* las autoridades, formando un círculo de postura, con la intención de revender después a precios más altos;
- (b) requerir un porcentaje muy alto por su intermediación, bajando así la demanda de los inversionistas finales.

La amenaza de un comportamiento anticompetitivo puede plantear un problema serio. Y no siempre es fácil para las autoridades detectar tales prácticas y tomar medidas compensatorias efectivas, aunque se puede lograr mucho al analizar estrechamente la subasta y publicar sus resultados y monitorear con atención el comportamiento de las empresas individuales. No obstante, muchos países han encontrado que las ventajas de un sistema de intermediario primario pesan más que sus desventajas.

4. Criterios de selección de los intermediarios primarios

La mayoría de los países operan criterios similares que los aspirantes deben satisfacer antes de que se les permita funcionar como intermediarios primarios.

a) Capacidad financiera sólida

Esto se expresa habitualmente como un requerimiento de capital neto o de fondos propios; a menudo habrá un nivel mínimo de entrada y una cantidad mayor establecida para reflejar la participación real o prospectiva de la empresa en el mercado y/o la evaluación por las autoridades de los riesgos involucrados en este plan comercial. Los requerimientos adicionales en algunos países son:

- (i) el capital empleado tiene que dedicarse al mercado de los valores del gobierno y consignarse que no estará disponible para apoyar cualquier otro negocio, aunque esto puede no ser necesario si se establecen otros rigurosos criterios;
- (ii) a menudo se requiere una filial capitalizada aparte, ya sea por razones legales o prudenciales;
- (iii) en algunos países las autoridades requieren una garantía o informe de auditores externos de cualquier empresa matriz (por ejemplo un banco que tenga una filial de valores) con el propósito de que ellos apoyaran las actividades del intermediario primario si, por ejemplo, su capital fuera insuficiente para apoyar su transacción o la omisión pareciera inminente.

b) Capacidad adecuada de administración

La mayoría de los países hacen hincapié en un equipo de administración fuerte, personal competente en negociaciones y operación eficiente de las oficinas de respaldo. Algunos países requerirán demostración de las capacidades personales y profesionales de, en particular, los directores y el negociador principal de la empresa antes de aprobar una solicitud para desempeñar la función de intermediario primario.

c) Actividad del mercado

La mayoría de los países insisten sobre una presencia activa en el mercado pero los pormenores varían ampliamente. Por ejemplo, los franceses requieren que los SVTs mantengan una participación mínima del mercado y lo monitorean estrechamente, mientras que en el Reino Unido el requerimiento es de una presencia permanente en el mercado, que se evalúa cualitativamente tanto como cuantitativamente.

Los franceses también operan una etapa intermedia formal en la que las empresas que desean entrar al mercado tienen que demostrar su capacidad global para ser intermediarios primarios y proporcionar evidencia de actividad corriente en el mercado, aun cuando su participación en el mercado no se acerque todavía al mínimo estipulado.

d) Relaciones con las autoridades

Per último, las autoridades deben suministrar información suficiente. Este requisito también varía de país a país. En el Reino Unido se expresa parcialmente como la conformidad del distribuidor principal en aceptar la supervisión del banco central, en particular la obligación de informar *diariamente* acerca de las actividades, con informes adicionales especiales según se requiera. Estas disposiciones *fiscalizadoras* se discuten después con mayor detalle. La provisión de información *operativa*, como precios y volumen de transacciones (que puede tener que someterse a un cuerpo diferente), es igualmente importante, en especial por razones de transparencia, y es del interés de todos los participantes en el mercado, no solamente de la autoridad emisora.

Debería existir una relación estrecha, que fuera más allá de la simple provisión de información, entre los intermediarios primarios y las autoridades, en particular la autoridad responsable de supervisar el comportamiento del mercado y, cuando fuera relevante, la participación en el mercado. El problema es que pueda haber una multiplicidad de cuerpos separados responsables de las diferentes partes de la tarea: por ejemplo, una comisión de valores puede ser responsable de la supervisión prudencial y quizás también de la conducta del intermediario primario en el mercado, mientras que el banco central puede ser responsable de supervisar la participación en el mercado. Naturalmente, pueden surgir posibles conflictos de interés. Si, por ejemplo, una empresa dice que pierde dinero en las subastas, pero obtiene utilidades en el mercado secundario, los supervisores prudenciales pueden decir que debería abstenerse de las subastas mientras que el banco central, como agente emisor, puede insistir en que permanezca en estas. Donde existen tales disposiciones de supervisión divididas (y esto puede ser inevitable), la relación debería ser de apoyo mutuo, no antagónica, y los conflictos tendrán que resolverse de una forma u otra.

5. Obligaciones

El reconocimiento oficial como intermediario primario impone en casi todos los países, la observación por parte de las empresas involucradas, de una serie de compromisos relacionados tanto con el mercado primario como con el secundario. Los principales son los siguientes:

a) Apoyar las subastas

A los intermediarios primarios habitualmente les exige el administrador de la deuda presentar ofertas de compra inmediata en las subastas para asegurar la colocación de los valores del gobierno. Algunos países establecen una cantidad mínima de valores que los intermediarios primarios

deben adquirir en subasta durante un periodo (por lo general un año), relacionado normalmente con el tamaño de la empresa o su participación en el mercado secundario. En otros países existe un compromiso generalizado pero no cuantificado para que esos operadores del mercado que mantienen una relación de negocios con el banco central, tomen una participación completa de nuevas emisiones, ya sea por oferta o por subasta, ofertando una cantidad apropiada de acciones y/o no presentando ofertas de compra inmediata fuera de una escala de precios realista con la intención deliberada de no tener éxito. Obviamente, el alcance de esta obligación que hace cumplir el banco central o el órgano de la administración de la deuda puede variar de país a país y con el tiempo, dentro de un país.

b) Función de operador del mercado

Los intermediarios primarios están obligados a garantizar la liquidez en el mercado de valores del gobierno. La naturaleza de estos requerimientos varía desde compromisos generalizados y no especificados para asegurar la liquidez por la presencia continua en el mercado, hasta unos muy precisos definidos en términos de diferenciales máximos para precios de dos direcciones sobre volúmenes específicos y/o tipos de valores. El Reino Unido quizás esté en medio de la escala al requerir a los **GEEMMs** que hagan, a solicitud y en cualesquiera condiciones de transacción, precios de dos direcciones continuos y efectivos a los que están obligados a negociar. Sin embargo, queda al criterio de las autoridades el tamaño de la brecha a permitirse entre una oferta de compra inmediata y los precios de venta, después de tomar en cuenta distintos tamaños de negocios, al evaluar si los operadores del mercado están cumpliendo con sus obligaciones. Algunos países requieren que los intermediarios primarios negocien a los precios que exhiben; en otros, los precios exhibidos son sólo indicativos y lo que importa es el diferencial real de oferta de compra/venta sobre los precios. También debería observarse que el Reino Unido habitualmente requiere operadores, del mercado en toda la serie de valores del gobierno, incluyendo los valores indexados, mientras que en algunos otros países, tales como Estados Unidos y Francia, la obligación es hacer un mercado sólo con acciones dominantes -un requerimiento menos costoso. Hay argumentos para permitir que los operadores del mercado se especialicen en sectores particulares del mercado, reflejando quizás la base de sus clientes: por ejemplo, si no están fuertes en valores indexados, se les debería permitir el optar por estar fuera de la función de operadores del mercado en esos valores.

c) Mercado minorista

Algunos países requieren evidencia del compromiso en el mercado minorista, particularmente para los inversionistas individuales. Aunque los inversionistas minoristas pueden estar mejor servidos por formas no comer-

ciables de la deuda (verbigracia instrumentos de “ahorro nacional” con las familias como objetivo, o productos de inversión colectivos, tales como sociedades de inversión), en algunos países las autoridades pueden querer que se derive una participación significativa de los negocios del intermediario primario, de este sector del mercado, o requerir obligaciones más específicas relacionadas con el mantenimiento de una red de oficinas locales para conveniencia del inversionista minorista. Las autoridades también pueden imponer limitaciones sobre el grado en que los diferenciales del comercio minorista pueden divergir de las cotizaciones del intermediario en el mercado mayorista. Sin embargo, nótese que sería completamente razonable que los diferenciales en el comercio minorista fueran más amplios que en el mercado mayorista, debido al costo relativamente alto de la función del operador del mercado minorista y la distribución. (No obstante debe señalarse que no existe necesariamente una relación simple entre el tamaño y el costo: para las transacciones por encima de cierto tamaño en el mercado mayorista, los diferenciales pueden ampliarse tomando en cuenta el riesgo mayor al adquirir una posición grande).

6. Privilegios

A cambio de las obligaciones a las que se ha hecho referencia en la sección anterior, los intermediarios primarios pueden disfrutar de una gama amplia de privilegios -en el mercado primario, en el mercado secundario, o en su relación con el banco central.

Además de estos privilegios explícitos y no menos importantes, los intermediarios primarios disfrutaban de ventajas indirectas tales como el prestigio de su condición especial en el mercado de valores del gobierno o el acceso directo a la información respecto a la extensión y contexto de las necesidades de préstamo del gobierno.

a) Mercado primario

La ventaja más importante en el mercado primario es el grado de acceso exclusivo. Esto puede tomar diferentes formas:

- (i) derechos exclusivos para hacer ofertas en las subastas;
- (ii) derechos exclusivos para hacer ofertas, pero sólo en ventas “de segunda vuelta”, las que con frecuencia son sobre una base no competitiva; en algunos países esta posibilidad sólo se vuelve disponible si la emisión completa no ha sido asignada en la primera subasta, mientras que en otros se aparta una cantidad de valores para ello;
- (iii) derechos exclusivos para hacer ofertas para ciertas emisiones, como las emisiones “continuas” en el Reino Unido.

También pueden existir privilegios secundarios más detallados (aunque no obstante importantes) que se ofrecen a los intermediarios primarios

- (iv) exención del requerimiento habitual de presentar pago en el momento de hacer la oferta en la subasta;
- (v) acceso exclusivo (ya sea sólo para negociar, o para negociar y observar) a las pantallas de los intermediarios agentes-corredores (*inter-dealer brokers*, *IDBS*) si las hubiera; esto puede ayudar al intermediario primario a evaluar el precio al que puede hacer la oferta;
- (vi) el derecho a presentar ofertas por teléfono; en un mercado bien desarrollado, la habilidad consiguiente de ajustar el precio de las ofertas hasta el último segundo antes de la subasta puede conferir una ventaja comercial importante.

La mayoría de las regulaciones de subasta permiten participar en ella a todo el mundo: instituciones financieras, tesoreros corporativos y hasta los individuos pueden hacer ofertas directamente. Además, cualquiera que no esté seguro del precio al cual hacer la oferta, puede hacer una oferta “no competitiva”, aunque a menudo se restringe el derecho a hacer tales ofertas de muchas formas, particularmente respecto a la magnitud. Sin embargo, tomando al Reino Unido como ejemplo, la ventaja comercial conferida a los intermediarios primarios por el derecho a hacer ofertas telefónicas y a dispensárseles del requerimiento de prepago, significa que son raras las ofertas directas de inversionistas finales -aun las de instituciones financieras mayores como los fondos de pensiones; las subastas están dominadas por los intermediarios primarios. Son suficientes en número como para ofrecer un servicio bueno y competitivo a sus clientes (mayoristas y minoristas), quienes por lo tanto no ven muchas ventajas en hacer ellos mismos ofertas en las subastas. De cualquier manera hay instituciones de inversión importantes en contacto estrecho con los intermediarios primarios hasta el último minuto previo a una subasta.

En algunos países los intermediarios primarios pueden recibir las ventajas de precio abierto, o comisiones, a cambio de colocar en firme una emisión. Sin embargo, en los mercados desarrollados esta práctica ha tendido a desaparecer, dado que las autoridades están razonablemente seguras de que las subastas serán cubiertas adecuadamente sin conceder condiciones especiales a los intermediarios primarios.

b) Mercado secundario

Aquí las ventajas tienden a ser consideradas menos importantes que aquellas relacionadas con el mercado primario. Estas son las siguientes:

- (i) El acceso, que puede ser exclusivo, al sistema comercial de los intermediarios agentes-corredores. Así en el Reino Unido, sólo los

GEMMS tienen acceso a las pantallas de los intermediarios agentes-corredores. Pueden utilizar esta facilidad de asumir o de desarrollar sus posiciones sin revelárselas el uno al otro.

- (ii) Un límite más amplio de operaciones permitidas que a otros negociantes -en particular la habilidad de pedir acciones prestadas y tomar posiciones cortas, para ayudarles a eximirlos de su función de operadores del mercado. Pero en los países con mercados generalizados de títulos con pacto de recompra esta ventaja relativa en realidad no existe.

c) Relación con el banco central

El reconocimiento por el banco central de un intermediario primario como una contraparte de transacciones principal o aun exclusiva puede ser una ventaja considerable para esa empresa, en particular si se le permite operar también en el mercado monetario, en el que es probable que el banco central sea activo en el seguimiento de sus objetivos de política monetaria. En algunos países los intermediarios primarios tienen facilidades específicas de préstamo a corto plazo en el banco central, ya sea por crédito directo o por un documento de descuento, a veces por medio del acceso directo o por ventanilla de descuento.

En general, es deseable que haya un servicio, aunque no necesariamente exclusivo, para que el intermediario primario pida prestado acciones y/o dinero. Así, se le puede dar a los intermediarios primarios:

- (i) el servicio de pedir prestado dinero a corto plazo al banco central sobre una base garantizada, si el financiamiento del mercado normal no está prontamente disponible, sujeto a montos máximos relacionados con el capital del prestatario; este servicio puede permitir al operador del mercado llevar una posición larga día a día o aun por un periodo de una o dos semanas;
- (ii) la posibilidad de obtener acciones sobre títulos con pacto de recompra del banco central (o del ministerio de finanzas) en ocasiones en que su obligación de operador del mercado pudo haber dejado corto de acciones al intermediario primario.

También puede ser necesario que el Ministerio de Finanzas conceda cierta exención de impuestos a los intermediarios primarios, si el régimen impositivo pudiera inhibir en otro respecto sus funciones de operador del mercado. Naturalmente, esto depende del tipo de sistema impositivo en operación en cada país.

Más comúnmente, como parte de su relación estrecha con el banco central, los intermediarios primarios pueden obtener información más

oportuna y adecuada que los otros participantes en el mercado. También pueden esperar que se les consulte de tiempo en tiempo, tanto en cuestiones estructurales relacionadas con el mercado, tales como procedimientos regulatorios o reglas de conducta, como en aspectos más operativos, tales como el apetito probable del mercado por emisiones de tipos particulares de valores o por vencimientos particulares.

Por último, los intermediarios primarios pueden ser capaces de obtener apoyo ocasional del administrador de la deuda en sus diversas actividades diarias. Esto es un tema acerca del cual los interesados se muestran reticentes, pero no existe duda de que en muchos países los intermediarios primarios son auxiliados de vez en cuando, por ejemplo por el banco central, que de su propia cartera hace disponibles los valores que podría requerir el intermediario primario (por ejemplo, para cubrir una transacción particular) a un precio no muy lejano al del mercado. El banco central puede juzgar que esto es deseable, a fin de ayudar a la liquidez del mercado.

En todas partes en los mercados más desarrollados, una relación estrecha entre los intermediarios primarios y el banco central opera para su mutuo beneficio. Al mismo tiempo es importante asegurar que dicha cooperación no perjudique injustamente a cualesquiera otros participantes o inversionistas.

7. Evaluación

Al intentar la aplicación de estas disposiciones de intermediario primario a mercados nuevos o emergentes, son particularmente relevantes varias consideraciones. Primero en relación a las **obligaciones**:

- (a) Es importante **que se desarrolle el mercado secundario**. Así las autoridades no serían tan celosas al requerir diferenciales reducidos y un tamaño importante de transacción; en los mercados volátiles una empresa puede perder dinero muy fácilmente y puede necesitar protegerse ampliando el diferencial y reduciendo el tamaño de los negocios. Las autoridades necesitan entender esto.
- (b) La obligación de **apoyar** las subastas puede resultar una obligación difícil si el mercado no tiene profundidad. Las subastas a menudo no estarán suscritas y puede haber presión sobre el banco central para aumentar el saldo. En estas circunstancias las autoridades deberían abstenerse de cortar el precio demasiado pronto. Y, aun si la subasta es un éxito, las autoridades deberían resistir la tentación de ofrecer una provisión adicional de valores similares, en especial a un precio más bajo, en el periodo inmediatamente posterior a la subasta. En cualquiera de estos casos aquellos que suscribieron en la subasta se enfrentarían a pérdidas potenciales como resultado de la

caída de los precios. Si las autoridades desean que los intermediarios primarios explícitamente coloquen en firme la subasta, ellos podrían esperar razonablemente que se les pagara una remuneración por esa tarea.

- (c) Si parte del compromiso de los intermediarios primarios es desarrollar o apoyar un *mercado minorista*, el banco central no debería socavar la posición de éstos ofreciendo agresivamente facilidades competitivas del mercado secundario -por ejemplo a través de sus sucursales.

Del lado de los *privilegios*, el acceso a las *subastas* exclusivo o preferencial, puede ser poco atractivo en un mercado joven y en desarrollo. De esta manera, a fin de reforzar los incentivos para que el intermediario primario realmente apoye las subastas, puede ser necesario excluir ciertas categorías (verbigracia las instituciones financieras; corporaciones; inversionistas individuales acaudalados; residentes extranjeros) de hacer ofertas directamente, al menos durante las primeras etapas.

Los inversionistas finales, si son excluidos de hacer ofertas, serán obligados a obtener las acciones de los intermediarios primarios; si los intermediarios primarios han juzgado correctamente al mercado, serán capaces de ganar un sobreprecio en el proceso. A los inversionistas individuales se les puede permitir hacer ofertas no competitivas en la subasta, si se considera deseable por las autoridades por razones de política pública. (Una alternativa es requerir que los intermediarios primarios tomen disposiciones especiales para inversionistas minoristas pequeños.) Lo que no deberían hacer las autoridades es establecer un sistema de intermediarios primarios y simultáneamente permitir el acceso irrestricto a las subastas bajo los mismos términos que a los clientes probables de los intermediarios primarios, particularmente los mayoristas, tales como las instituciones financieras y las corporaciones. En otras palabras, a los intermediarios primarios debe permitírseles obtener el dinero suficiente para apoyar sus actividades de operadores del mercado y ganar una utilidad razonable sobre la inversión de capital que se requiere para autorización.

Respecto a los otros privilegios, el más importante es probablemente la posibilidad de *pedir prestado acciones y/o dinero*, normalmente del banco central (pero no hasta el punto de que pudiera trastornar el mercado). Ciertamente es deseable que los operadores del mercado contaran con el servicio de pedir dinero prestado cuando lo necesiten para cumplir esta función. Donde los bancos centrales han estado acostumbrados a negociar sólo con bancos, necesitan considerar si en este caso particular estarían dispuestos a tener una extensión del riesgo con las empresas de valores. Esto puede involucrar a los bancos centrales en algunas decisiones difíci-

les y ellos tendrían derecho de imponer límites (variables) a sus contrapartes; pero si permiten a los bancos y a las empresas de valores participar en el mismo mercado, lógicamente no deberían discriminar entre un sector del mercado de valores del gobierno y el otro, por una buena disposición para prestar a los bancos, pero no a las empresas de valores.

No se debería subestimar la importancia de los beneficios menos tangibles que se mencionaron antes. Aun en los mercados desarrollados, las autoridades necesitan a los intermediarios primarios tanto como estos dependen de las autoridades. Si el sistema funciona adecuadamente, se mejorara el proceso de descubrimiento de los precios y las subastas deberían volverse, deseablemente, menos volátiles. No debería olvidarse que el deseo del gobierno de un costo bajo de préstamos general, no sera satisfecho hasta que la red de intermediarios primarios sea suficientemente amplia y las propias empresas sean suficientemente lucrativas para ser capaces de llevara cabo sus funciones esenciales.

8. Supervisión

La supervisión de los intermediarios primarios es un tema por sí mismo, que merece un tratamiento más completo del que es posible en este *Muñal* introductorio. Cada país debe planear sus propias disposiciones de supervisión. Sin embargo, se deben señalar unos cuantos principios generales.

a) Alcance del negocio

Las autoridades primero querrán identificar quien puede estar en riesgo en caso de omisión de un intermediario primario y hasta dónde puedan requerir protección oficial los diferentes tipos de contrapartes. Luego necesitarán decidir con exactitud qué tipo de negocios relacionados, adicionalmente a la función de operadores del mercado en los valores del gobierno, se debería permitir que emprendieran los intermediarios primarios. Por ejemplo, en el Reino Unido la habilidad de los **GEMMs** para mantener posiciones “cortas” en los valores del gobierno les proporciona una fuerza táctica en el mercado de deuda de la libra esterlina, de manera general, ya que les permite por ejemplo, cubrir una posición larga en la deuda corporativa.

Las autoridades necesitan equilibrar el estímulo a los intermediarios primarios para desarrollar nuevos instrumentos y nuevas estrategias de negociación, que pueden beneficiar el desarrollo financiero de manera general, contra el riesgo de que su negocio central como operadores del mercado en los valores del gobierno pudiera contaminarse a través de una experiencia comercial adversa en otros sectores del mercado.

b) Autoridad de supervisión

Las autoridades necesitan decidir al principio y explicar muy claramente quién es el supervisor para los intermedarios primarios. Los principales candidatos son una Comisión de Valores particular o un departamento del Banco Central. Si el banco central va a tomar a su cargo este papel, mientras que también realiza operaciones en el mercado monetario utilizando los valores del gobierno, o es el agente fiscal del Ministerio de Finanzas para emitir valores del gobierno, entonces la responsabilidad de supervisión necesita ubicarse en un departamento aparte, con reglas claras y restrictivas respecto al intercambio de información entre éste y el departamento responsable de las operaciones del mercado. Los intermediarios primarios deben confiar en que la información que ellos proporcionan para propósitos de supervisión no será utilizada para su desventaja operativa. Si por otra parte, la responsabilidad para la supervisión se entrega, digamos, a la Comisión de Valores, entonces el personal que realmente está llevando a cabo la supervisión, en primer lugar, necesita tener un profundo conocimiento del mercado y algo de comprensión de los objetivos de política de las autoridades, al establecer una red de intermediarios primarios. Vigilar la obligación de operador del mercado requiere un manejo particularmente sensible, ya sea directamente por el banco central o en cooperación estrecha con éste.

c) Régimen de supervisión

Este necesita tomar en cuenta los siguientes requerimientos de política:

- (i) **Medición de la base de capital** con propósitos prudenciales, más cualesquiera reglas que se consideren deseables para aislar a las entidades de intermediarios primarios lo más posible de los desarrollos adversos potenciales en otras partes de cualquier grupo a que pertenece la empresa.
- (ii) **Medición del riesgo deposición y del riesgo de crédito.** La primera se hace generalmente desagregando el libro del operador del mercado en categorías separadas, cada una de las cuales atrae un peso de riesgo diferente, encaminado a reflejar la volatilidad del precio relativo de la categoría. También existe un marco de referencia teórico en desarrollo para evaluar el riesgo de crédito y establecer los límites de la contraparte, basado en normas internacionales convenidas. En la práctica, los riesgos de crédito demandan el monitoreo regular, en particular solicitando detalles a reportarse de transacciones incompletas y cómo van a ser liquidadas, y de todas las transacciones sin liquidar con cualquier contraparte individual, que excedan un cierto porcentaje de la base de capital del operador del mercado.

En ambos casos las autoridades necesitan estar conscientes de las implicaciones del costo para los intermediarios primarios de cualesquiera requerimientos que se les imponga. Y desde luego, no se puede subestimar la administración apropiada del riesgo por parte de las mismas empresas de intermediarios primarios.

d) Frecuencia de información

Los contenidos precisos de los informes diarios, semanales, mensuales, trimestrales o anuales y el método de su transmisión (papel, disquete o correo electrónico, por ejemplo) necesitan establecerse y hacerse cumplir estrictamente por el cuerpo de supervisión.

e) Consideraciones prácticas

Algunos de los puntos prácticos que surgen son:

- (i) En muchos regímenes, *tanto a los bancos como a las empresas de valores se* permite emprender transacciones con los valores del gobierno, pero éstas deben ser supervisadas por diferentes cuerpos. Cualquiera que sea la estructura precisa de la responsabilidad institucional para la supervisión, las ponderaciones de riesgo y otros cálculos regulatorios, deberían ser de manera general los mismos para transacciones equivalentes, ya sea que la transacción se lleve a cabo en el nombre de un banco o en el nombre de una casa de valores.
- (ii) La empresa debe mantener los activos de sus clientes *apartados* de los propios en la práctica, aunque no lo requiera la ley. No se debe permitir que utilice los valores de sus clientes para apoyar sus propios negocios, directa o indirectamente.
- (iii) A veces se pregunta si el intento de supervisión *es para prevenir la omisión*. Una buena supervisión que se ejerza competente y prontamente, evitará en muchos casos que una empresa intente una transacción que sea riesgosa o excesiva, ya sea desde el punto de vista de la escala general en relación a su capital, o en virtud del tamaño de los riesgos respecto a las contrapartes individuales. Sin embargo, en algunas circunstancias puede ser inevitable que una empresa entre en quiebra, en cuyo caso debería permitirse que lo haga, a condición de que el proceso de liquidación de la empresa se haga ordenadamente y sea conducido en cooperación estrecha con el supervisor y en forma tal que se minimice el daño a otros participantes en el mercado o a la reputación del gobierno en el mercado.
- (iv) Finalmente, el *entrenamiento*. Es esencial que los supervisores, cualquiera que sea la institución a la que estén ligados, deberían entender por completo el mercado y ser entrenados adecuadamente.

Para esta finalidad, pueden ser útiles las discusiones técnicas con los supervisores en otros países, como también pueden serlo los intercambios o asignaciones de personal entre las instituciones del mercado y la agencia de supervisión.

9. Empresas extranjeras

Los países más desarrollados tienen reglas acerca de la nacionalidad de sus intermediarios primarios y la cuestión tiene que ser considerada también para los mercados en desarrollo.

A favor de permitir empresas extranjeras dentro del mercado existen los siguientes argumentos:

- (a) Si los mercados de capital en general y el mercado de valores del gobierno en particular, están cortos de capital, la admisión de empresas extranjeras sería una forma obvia de incrementarlo.
- (b) Dado que las empresas extranjeras pueden haber tenido la experiencia de funcionar como intermediarios primarios, ellas aportaran pericia y conocimientos prácticos al mercado.
- (c) Incrementando el número de intermediarios primarios potenciales, se puede reducir el peligro de colusión contra las autoridades de un pequeño círculo interno de empresas nacionales.

Existen sin embargo, algunos argumentos del lado opuesto:

- (a) Prohibir la entrada de empresas extranjeras al mercado de capitales interno, puede ser utilizado como un apalancamiento para negociar la entrada de las propias empresas nacionales en el mercado extranjero (aunque ninguna empresa puede esperar que una solicitud para operar en un mercado extranjero sea considerada seriamente, a menos que la empresa se someta a las normas necesarias de supervisión). El Reino Unido impuso criterios de reciprocidad al abrir su mercado mundial en 1986: fue sólo progresivamente que, por ejemplo, a las empresas francesas y alemanas y (más tarde) a las japonesas se les permitió entrar al mercado de valores del gobierno del Reino Unido. Sin embargo, debería reconocerse que este tipo de táctica de negociación puede ser contraria a los acuerdos internacionales y puede provocar represalias, posiblemente en áreas inconexas de negocios.
- (b) Los intermediarios primarios extranjeros, agresivos y experimentados, podrían hacer salir a los intermediarios primarios jóvenes y en desarrollo, conduciendo al resentimiento y quizás a una reacción

política violenta, o desacreditando el concepto total de un sistema de intermediario principal.

- (c) La supervisión de empresas extranjeras, especialmente si el negocio está, en efecto, dirigido desde el exterior, puede ser aún más difícil que aquella de las empresas nacionales.

Enfrentados a estas consideraciones conflictivas, la mayoría de las autoridades en los mercados de capitales desarrollados han optado por un compromiso; los detalles varían de país a país, pero los rasgos comunes pueden encontrarse en las siguientes líneas:

- (a) Una firma extranjera debe tener una *presencia local* en el mercado enteramente profesional, que puede proveer el punto central de un control detallado por parte de la autoridad de supervisión. Esto requiere a menudo una compañía subsidiaria local incorporada por completo.
- (b) Si la empresa matriz es extranjera debe comprometerse a apoyar las actividades de la subsidiaria local.
- (c) Adicionalmente, algunos países restringen la escala de actividad de las empresas extranjeras, ya sea abiertamente, como por ejemplo limitando el número total de su participación combinada en el mercado, o disimuladamente. En general, deberían evitarse tales medidas, aunque ciertas reglas, como el requisito de que las empresas extranjeras o los negocios conjuntos deben emplear un porcentaje mínimo de personal local, parecen haber ganado algo de aceptación.

10. Transparencia

“Transparencia” se refiere a la disponibilidad pública de información completa, apropiada y puntual acerca de los precios del mercado, las transacciones, etc. Dado que existe un peligro inherente de falta de transparencia al establecer un círculo interno de intermediarios primarios con un oligopolio de acceso a las subastas, las autoridades a cargo de establecer nuevas disposiciones de mercado necesitan considerar muy cuidadosamente como pueden equilibrar esto, haciendo la operación del mercado lo más transparente posible, en particular para el inversionista común.

Un sistema de intermediario primario ejerce presión sobre el administrador de la deuda para formular y seguir una estrategia de emisión bien definida en el mercado primario. Idealmente, esto debería estar acompañado por medidas que aseguren la transparencia. Sin embargo, existen algunos argumentos prácticos contra la transparencia total en el mercado de valores del gobierno:

- (a) Aun en los mercados desarrollados, un operador del mercado con una posición sustancial en un valor particular del gobierno que desea liquidar, corre un riesgo serio de que el mercado mueva el precio contra él si se conoce su posición.
- (b) Puede argumentarse que la transparencia es más importante para el inversionista minorista más pequeño que para el inversionista mayorista más grande, que debería ser capaz de cuidarse a sí mismo, en particular si hay suficiente competencia para negocios mayoristas grandes entre varios intermediarios primarios.
- (c) En cualquier caso, los intermediarios primarios que hacen negocios para sus clientes deberían, como cuestión de práctica sino de ley, separar los negocios de sus clientes de los suyos propios; así el cliente tendría una confianza razonable en el intermediario *primario*.

Por consiguiente, en la mayoría de los mercados desarrollados se ha alcanzado un arreglo que tiene la mayoría o todos los elementos siguientes:

- (a) Se exige a los intermediarios primarios ser miembros de la bolsa de valores y deben seguir las reglas normales de informar de las transacciones a la bolsa de valores, tal como lo hacen por negociar con títulos-acciones.
- (b) Sin embargo, se reconoce que en los mercados de valores del gobierno se pueden permitir disposiciones especiales a causa de la importancia del mercado para las necesidades financieras generales del gobierno y para la política macroeconómica.
- (c) Por lo tanto, a los intermediarios primarios se les puede dar acceso a las pantallas de los intermediarios agentes-corredores. Pueden utilizar a los intermediarios agentes-corredores para negociar entre ellos sin revelar sus identidades o sus posiciones.
- (d) Con respecto a otras transacciones, las transacciones pequeñas deberían ser informadas de inmediato a la bolsa de valores y las transacciones mayores, ya sea después de una demora, o si es una cantidad muy grande, sólo necesitan ser reportadas anónimamente.
- (e) Si los clientes desean negociar valores del mercado extrabursátil porque es más rápido o más barato, tienen que entender que pierden algo de la protección que confiere una transacción de la bolsa de valores. En algunos países (por ejemplo el Reino Unido) el comercio extrabursátil no está permitido para los valores del gobierno, aunque esto es excepcional.

II. Organización

La organización de la responsabilidad de la deuda del gobierno varía entre países y entre los mercados primario y secundario. Es habitual que en el *mercado primario* el Ministerio de Finanzas tome las decisiones principales de política, porque la administración de la deuda es parte de la política fiscal. Pero el Ministerio de Finanzas puede designar al banco central como su agente fiscal; esto es bastante común, en particular donde el banco central también tiene un papel consultivo, basado en su experiencia del mercado. En algunos países el Ministerio de Finanzas cede todas o parte de sus responsabilidades a una agencia de la administración de la deuda diferente. Es más común que sea responsabilidad del banco central la vigilancia y las operaciones oficiales en *el mercado secundario*, debido al enlace con las operaciones del mercado monetario que el banco central habitualmente lleva a cabo en el contexto de la política monetaria. El banco central también puede ocuparse él mismo en la función de operador del mercado, ya sea como un servicio para el inversionista minorista más pequeño o uno más general.

No importa mucho quién toma *la responsabilidad principal para establecer un sistema de intermediario primario* y para llevara cabo el trabajo detallado en éste, a condición de que los participantes potenciales sepan con claridad quién está a cargo. Y cualesquiera desacuerdos que puedan haber entre los diferentes cuerpos oficiales que tienen un interés en el asunto (incluyendo la Comisión de Valores, si existiera) éstos deberían ventilarse en privado, no en público. Donde se comparte la responsabilidad, se requiere que haya un mecanismo formal (tal como un comité de política que se reúna regularmente) para tomar decisiones y resolver desacuerdos.

No puede exagerarse la importancia de una adecuada consulta previa con el mercado sobre las innovaciones y cambios en perspectiva. Las autoridades necesitan que el mercado les tenga confianza, a fin de obtener la mejor ventaja de cualquier cambio del sistema. La consulta debería ser genuina, no hecha a la ligera. Hay mucho que decir de un periodo de prueba antes de que cualquier sistema nuevo de intermediarios primarios, o una innovación mayor dentro de un sistema existente, entre en vigor. Y sería útil que los intermediarios primarios formaran su propia asociación, que podría mantener diálogos regulares con las autoridades en asuntos de interés común.

12. Conclusión

No es esencial tener un sistema de intermediario primario. Muchos países financian su gobierno pidiendo prestado adecuada y perfectamente, sin di-

cha intermediación. Y es digno de mención que quizás en el mercado de valores de gobierno más avanzado, Estados Unidos, los desarrollos recientes han significado que los intermediarios primarios hayan perdido muchos de sus privilegios especiales. No obstante, hay una etapa en la transición de una economía planificada a una de mercado, en la que en opinión del autor, los intermediarios primarios pueden jugar un papel útil, y no es lo menos que tales mercados a menudo tienen hambre de capital humano así como financiero, y puede ser más fácil y más seguro para las autoridades negociar con un número limitado (aunque no demasiado limitado) de contrapartes. En uno o dos de dichos países, en una etapa avanzada de transición, ya se han introducido los sistemas de intermediarios primarios o está a punto de hacerse. Otros varios países están acercándose razonablemente a hacer lo mismo. Les deseamos todo el éxito a las empresas interesadas y a las autoridades en estos mercados.

Lectura adicional

Agencia de Irlanda para la Administración de la Tesorería Nacional (junio de 1994), *Proposals for Development of a Market-Making System in Government Bonds*.

Banco de Inglaterra (1985), *The Future Structure of the Gilt-Edged Market*.

Bröker, Günther (1993), *Government Securities and Debt Management in the 1990s*, París, OCDE.

Dattels, Peter (junio de 1995), *The Microstructure of Government Securities Markets*, IMF Working Paper 95/117.

Pagano, Marco y Ailsa Roëll (septiembre de 1991) *Auction and Dealership Markets: What is the Difference?*, LSE Financial Markets Group Discussion Paper Series, Discussion Paper No. 125.

Proudman, James (septiembre de 1995), *Microstructure of the UK Gilts Market*, Banco de Inglaterra, Working Paper Series No. 38.

Índice

	<i>Pág.</i>
Resumen	1
1. General.	1
2. Práctica internacional	2
3. Ventajas y desventajas de un sistema de intermediario primario	3
4. Criterios de selección de los intermediarios primarios	4
5. Obligaciones	6
6. Privilegios	8
7. Evaluación	11
8. Supervisión	13
9. Empresas extranjeras	16
10. Transparencia	17
11. Organización	19
12. Conclusión	19
Lectura adicional	20

Este Ensayo fue publicado por el
Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos
Durango 54, Col. Roma, México, D.F., 06700
Tel. (525) 533-0300;
Telefaxes: (525) 514-6554, (525) 207-2847,
(525) 207-7024 y (525) 525-4432.
Se terminó de imprimir en junio de 1997
México, D.F.
El tiraje fue de 300 ejemplares
Impreso por:
Editorial y Comunicación