



Consejo Monetario Centroamericano

Secretaría Ejecutiva

Proyecto de Armonización Regional de Mercados de Deuda Pública

I Taller Nacional de Deuda Pública

2004

Introducción y Conceptos Básicos de Articulación

1. Conceptos generales:

Mercado primario

- Objetivo: captar fondos mediante títulos valores
- Formas de captación:
 - subasta
 - colocación directa

Requisitos del emisor: captar al menor costo y con el menor riesgo = largo plazo a bajas tasas de interés

Requisitos del inversionista: certeza en la inversión, maximizar rendimiento y maximizar la liquidez de la inversión

1. Conceptos generales:

Mercado primario

¿Cómo lograr los objetivos del emisor?

- con información de la tasa mínima que está dispuesto a recibir el mercado (mercado secundario de referencia)
- con información clara del producto y de cómo se va a suministrar (transparencia y regularidad)
- con competencia en el proceso de emisión (subasta vs. colocación directa)
- aprovechando el trade - off del inversionista (rendimiento y liquidez)

1. Conceptos generales:

Mercado primario

Conclusiones sobre la forma de maximizar las captaciones al menor costo:

- Se deben minimizar los factores no financieros del producto (información, regularidad, etc.)
- El mercado secundario es una referencia importante para tomar una decisión correcta de tasa
- “ceteris paribus” un mercado secundario líquido minimiza el costo de emitir, por tanto la política de emisión debe propiciar la liquidez

2. Conceptos generales:

Mercado secundario

- **Objetivo:** darle liquidez a las inversiones en valores (gestión de inversiones y gestión de riesgo)
- **Formas de organización:**
 - mayorista (bancos en OTC y sistemas electrónicos)
 - minoristas (bolsas)

Requisitos:

- un mercado primario bien organizado
- una política de emisión diseñada para que exista un mercado secundario
- infraestructura de liquidación adecuada

2. Conceptos generales: Mercado secundario

Además, el mercado secundario es el soporte de la política monetaria y la modernización del sistema financiero:

- Permite la circulación de la liquidez del sistema de forma eficiente (BC, Tesorerías de los Bancos y sistema de pagos).
- Facilita la implementación de la política monetaria mediante mecanismos indirectos
- Contribuye a la competitividad del sector financiero, por la mayor eficiencia y menor costo en la gestión de tesorería de los bancos
- Facilita y abarata la gestión del riesgo del sistema financiero (mercados monetarios y de reportos)

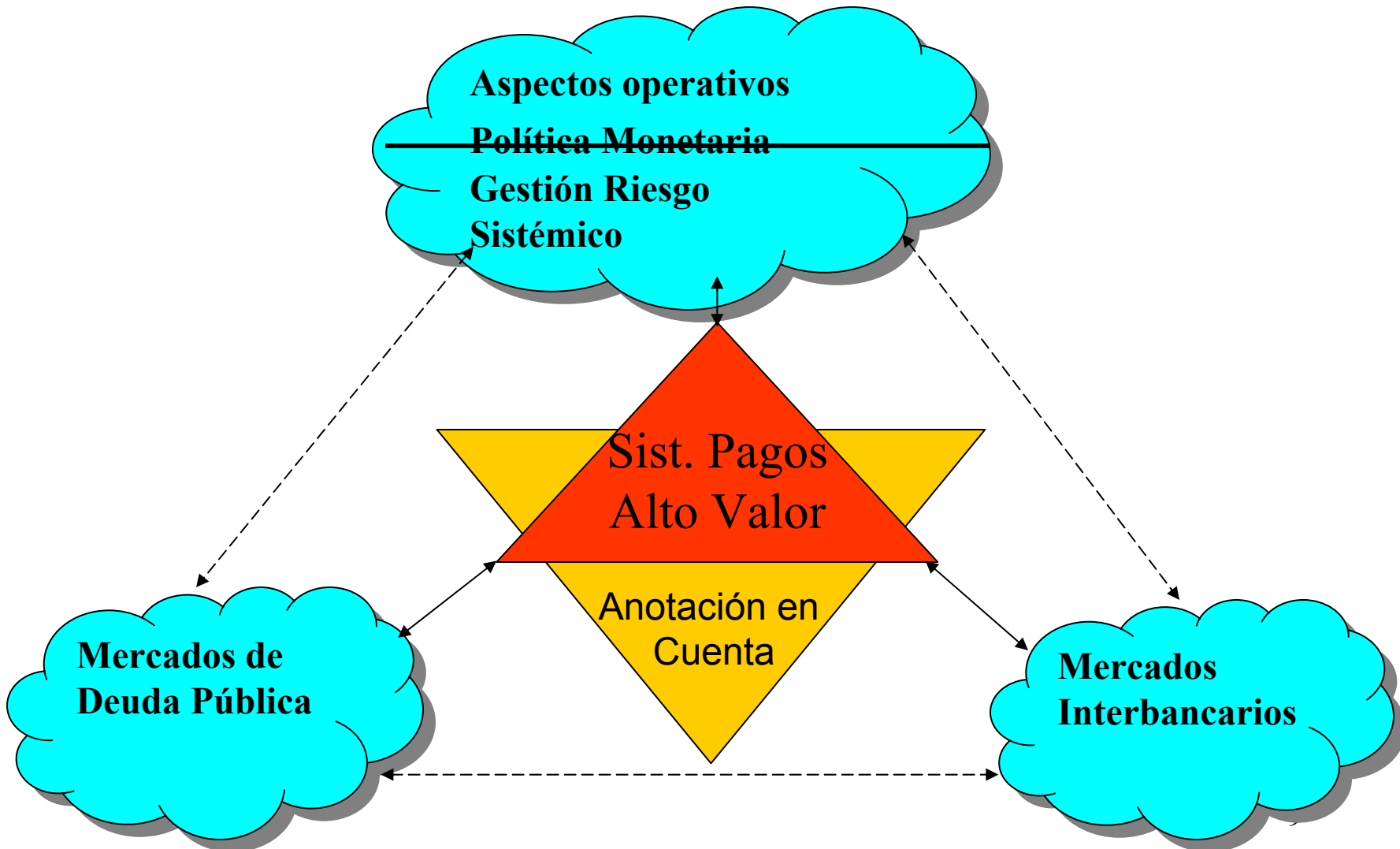
3. Conceptos generales:

articulación Mercado Secundario y Primario

Conclusiones:

- El mercado primario y el mercado secundario se requieren mutuamente para un correcto funcionamiento (las ruedas de una bicicleta)
- Las decisiones del mercado primario determinan cómo será el mercado secundario
- La liquidez que tendrán las emisiones en el mercado secundario es en gran parte responsabilidad del emisor
- Las decisiones en operativa de política monetaria, mercado interbancario, mercado primario de deuda pública y mercado secundario de deuda pública influyen en las otras áreas.

Aspectos operativos de la gestión de la liquidez en el sistema financiero



4. Estrategia del desarrollo del Mercado de Deuda Pública doméstico y regional

Objetivo:

Desarrollar un Mercado de Deuda Pública capaz de canalizar **de forma estable y al mínimo costo** el ahorro interno y externo hacia la deuda doméstica. Para ello se promueven:

- (i) políticas de emisión y de organización de mercado que garanticen la liquidez de las emisiones (similares a las de mercados desarrollados);
- (ii) infraestructuras que aseguren la plena conectividad con mercados externos

5. Estrategia del desarrollo del Mercado de Deuda Pública en doméstico y regional: ejes de articulación

1. Liderazgo del sector público: interés tanto en mercado primario como en mercado secundario, y árbitro entre grupos de interés
2. Importancia del mercado interno de deuda pública en moneda local para financiar el déficit con ahorro interno y externo
3. Política de emisión en función de la liquidez del mercado secundario
(estandarización, regularidad y concentración de vencimientos)

5. Estrategia del desarrollo del Mercado de Deuda Pública doméstico y regional: ejes de articulación

4. Importancia de diferenciar mercados mayoristas de mercados minoristas (la semilla es un mercado mayorista alrededor de las Tesorerías de los bancos)
5. La operativa de la Política Monetaria debe facilitar la circulación de la liquidez
6. Infraestructura de liquidación abierta, segura y eficiente con especialización en operaciones mayoristas bilaterales (sistema de anotación en cuenta y de liquidación de valores multimercado)
7. Proyección regional del mercado local para ampliar la base del mercado y aumentar su atractivo en mercados internacionales

6. Elementos del Mercado Primario para lograr un mercado líquido

Diseño de política de emisión orientado a alcanzar transparencia y fungibilidad:

- a. Armonización y coordinación de las políticas de emisión del sector público
- b. Volumen suficiente en cada plazo
- c. Simplicidad en el diseño
- d. Diseño estándar

6. Elementos del Mercado Primario para lograr un mercado líquido

Diseño de política de emisión orientado a alcanzar transparencia y fungibilidad (cont.):

- e. Descartar el diseño de títulos especiales para inversionistas especiales
- f. Descartar opciones especiales de redención anticipada
- g. Progresividad en los plazos
- h. Regularidad
- i. Información

6. Elementos del Mercado Primario para lograr un mercado líquido

Organización de un Mercado Primario competitivo y mayorista

- Preferencia por la subasta sobre la colocación directa
- Preferencia por participantes mayoristas (bancos e inversionistas institucionales)
- Descartar tratos preferenciales o penalizadores a grupos de inversionistas
- Esquema de compromisos con el sector privado para dar liquidez a las emisiones

7. Elementos del Mercado Secundario para lograr un mercado líquido

Organización institucional de un Mercado Secundario competitivo y mayorista

- Prioridad al desarrollo de un Mercado Monetario (da liquidez también a valores de largo plazo)
- Organización de mercados mayoristas
- Diseño y construcción de la infraestructura de liquidación

8. Conclusiones

Los planes que se proponen:

- Ordenan la gestión del “stock” actual de deuda independientemente de las medidas para reducirlo, y contribuyen a su sostenibilidad y a abaratarlo.
- Siguen los estándares internacionales y fueron utilizadas en los mercados ahora desarrollados.
- Permitirán atraer, además del ahorro local, el ahorro regional e internacional.
- Son imprescindibles para que el BC cumpla adecuadamente con sus funciones (política monetaria y estabilidad sector financiero).
- Constituyen uno de los pilares de la modernización del sector financiero.

Organización de la Política de Emisión y de los Mercados Primarios

Índice

I. Políticas de Estandarización

II. Modalidades de colocación en Mercado Primario

- Oferta Pública
- Tap issue
- Sindicación
- Subasta

III. Organización institucional de la Subasta

- Consideraciones generales sobre la Subasta
- Objetivos y responsabilidades del Tesoro
- El emisor y los proveedores de servicios
- Los participantes en la Subasta

IV. Aspectos operativos de la Subasta

I. POLITICAS DE ESTANDARIZACION

I. Políticas de Estandarización

- La estandarización consiste en homogeneizar los títulos emitidos, de forma que cada emisión tenga:
 - mismo nominal
 - mismo cupón
 - misma fecha de vencimiento
- Ello implica identificar un diseño de emisiones y títulos que equilibre:
 - necesidades del mercado
 - liquidez de las emisiones
 - perfil de vencimientos adecuado a flujo de caja del emisor

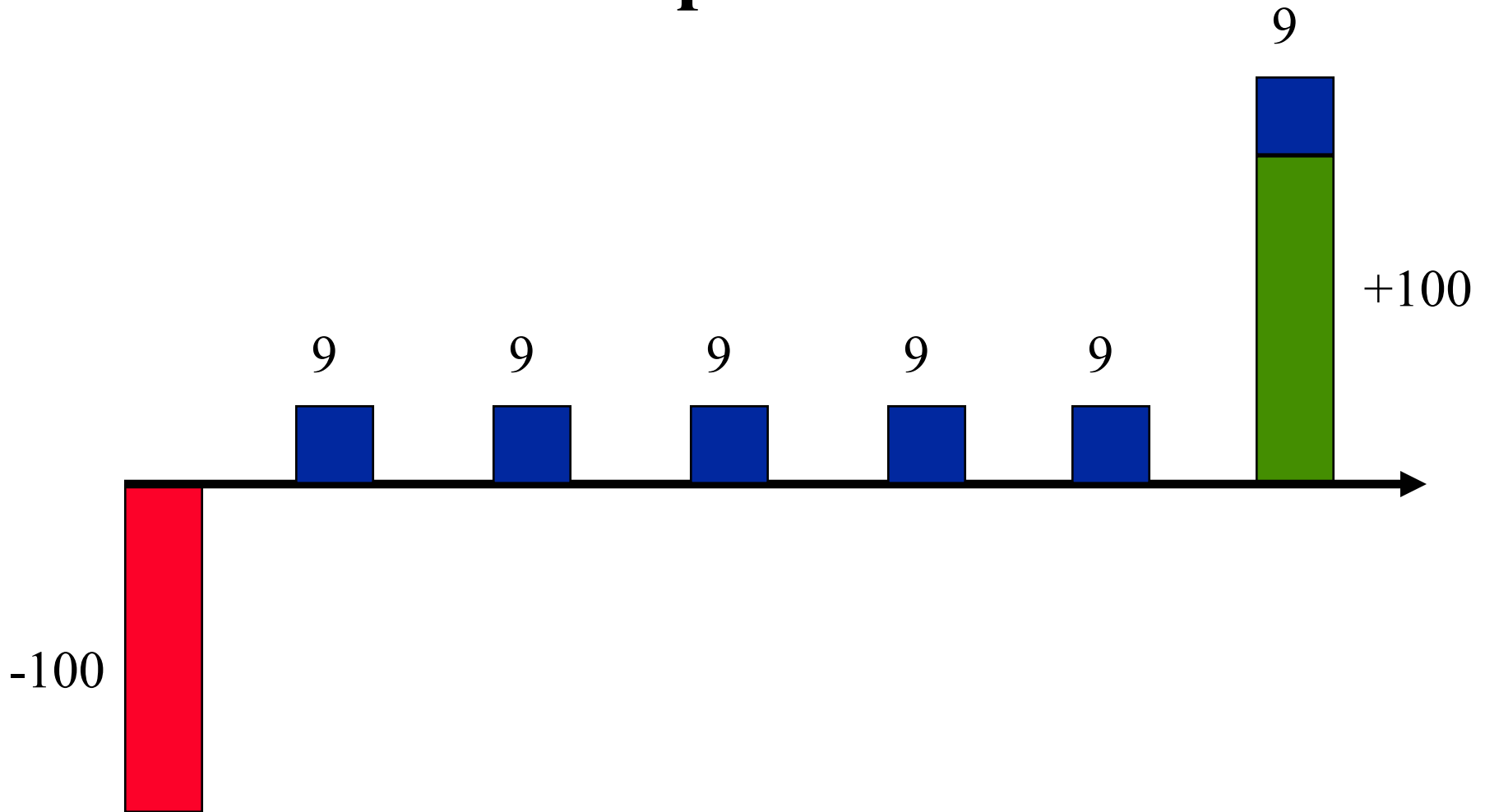
Beneficios derivados del proceso de estandarización

- Estimulación del mercado secundario.
- Al tener mercado secundario, el mercado y el Gobierno tendrán un conjunto de tasas de interés de referencia para futuras emisiones.
- Efecto “imitación” entre los emisores privados.
- Facilita la entrada de inversores extranjeros en el mercado doméstico del país (si se ajusta a los patrones internacionales).
 - Estandarización se refiere tanto a las características de los instrumentos a emitir, como a los procedimientos de colocación primaria.

Otro principio fundamental

- Hay otro principio fundamental sobre los que debe basarse el diseño de los instrumentos de financiación pública, además de la estandarización: Se trata de la sencillez.
- Los instrumentos complicados no son aptos para la creación de un mercado líquido, ya que el número de participantes que tienen el nivel técnico suficiente para manejarlos es reducido.
- Un título de deuda pública debe ser lo más simple posible, sin que incorpore estructuras complicadas en cuanto a redención anticipada, cálculos no estándares de cupón, opciones, etc.
- En otras palabras: un bono debe parecer un bono.

un bono debe parecer un bono



Elementos de la Estandarización

- (a) Vencimientos, plazos.
- (b) Denominación e identificación del papel
- (c) Frecuencia de los cupones
- (d) Nominales y emisión por tramos
- (d) Periodicidad de emisiones
- (e) Comisiones e impuestos

(a) Vencimientos, plazos

- En lo que se refiere a los plazos a emitir, éstos deberían concentrarse en una serie de plazos estandarizados que permitieran el desarrollo de una curva de tasas de interés.
- Dicha curva debería abarcar todos los plazos, desde el más corto hasta los más largos.
- Los plazos elegidos deberían coincidir con los estándares internacionales que, de forma natural, se han ido imponiendo en los mercados.
- Estos son: 3, 6 y 12 meses y 3, 5, 7, 10, 15, y 30 años.

(b) Denominación e identificación del papel

- Puede parecer un asunto sin importancia, pero no lo es. Tiene la misma importancia que las marcas comerciales.
- ¿Qué sentido tienen denominaciones como: LBC, LFT, NBC, NTN, BBC, CDI o LTN?
- En español, los nombres internacionalmente más reconocidos son: Letras, Notas y Bonos
- Letras: corto plazo al descuento.
- Notas y Bonos: mediano y largo plazo.
- Más sencillo: Letras y Bonos.

(b) Denominación

– La forma internacional de identificar un bono es:

- Emisor
- Cupón
- Mes y año de vencimiento

– Ejemplos:

- Bélgica 5.75% 09/10
- Irlanda 3.50% 10/05
- GMAC 4.75% 01/29

(c) Frecuencia de los cupones

- La 2 únicas frecuencias comúnmente aceptadas son Semestral y Anual.
- En general podemos decir que el estándar internacional es cupón Anual, con la excepción de algunos países anglosajones o sus antiguas colonias que usan cupones Semestrales.
- No es un estándar reconocido, pero si existe una tendencia a que los días de corte de cupón sean el 15 ó 30-31 del mes.
- Nunca vencimiento o cupón el 29 de febrero.

(c) Frecuencia del cupón

<u>País</u>	<u>Cupón (día)</u>	<u>País</u>	<u>Cupón (día)</u>
Australia	semestral 15	Japón	semestral 20
Austria	anual	Holanda	anual
Bélgica	anual	Nueva Zelanda	semestral 15
Canadá	anual	Polonia	anual
Rep. Checa	anual	Portugal	anu/sem
Dinamarca	anual	Singapur	semestral 1 ó 15
Finlandia	anual	Sudáfrica	semestral
Francia	anual	España	anual
Alemania	anual	Suecia	anual
Grecia	anual	Suiza	anual
Hungría	semestral	UK	semestral
India	semestral	USA	semestral
Irlanda	anual	EUR std	anual
Italia	semestral		30

(c) Frecuencia del cupón 1996

<u>País</u>	<u>Cupón (día)</u>	<u>País</u>	<u>Cupón (día)</u>
Australia	semestral 15	Japón	semestral 20
Austria	anual	Holanda	anual
Bélgica	anual	N. Zelanda	semestral 15
Canadá	anual	Sudáfrica	semestral
Dinamarca	anual	España	anual
Finlandia	anual	Suecia	anual
Francia	anual	Suiza	anual
Alemania	anual	UK	semestral
Irlanda	anual	USA	semestral
Italia	semestral		

(d) Nominales y emisión por tramos

- El nominal estándar en mercados internacionales es de 1.000 (USD o EUR).
- En moneda local debemos buscar una cifra “redonda”, que se pueda adaptar a las condiciones de ahorro individual en cada país.
- Todas las emisiones han de tener los mismos nominales.
- No es admisible en ningún caso emisiones con fraccionamientos no homogéneos.

(d) Nominales y emisión por tramos

- Ha de plantearse un objetivo (rango de mín.-máx.) de importe total emitido para cada referencia que genere la liquidez necesaria, pero sin incurrir en una concentración de excesivos riesgos de refinanciación futura.
- Este importe puede variar en función del plazo.
- Se harán tantas emisiones de la misma referencia (idénticas características) como sean necesarias (dentro de unos límites razonables), hasta alcanzar el rango marcado como objetivo.

(d) Nominales y emisión por tramos

- USA (en millones de dólares US):
 - Total emitido: 2.240.000
 - Objetivo emisiones: 6.000 – 12.000
 - Hay emisiones reabiertas de más de 20.000

- España (en millones de Euros):
 - Total emitido: 220.000
 - Objetivo emisiones: 10.000 – 15.000
 - Emisiones vivas: 30

(d) Criterios para calcular el volumen mínimo a conseguir en cada emisión fungible

- Tamaño mínimo de la emisión para que exista mercado secundario.
- Nominal mínimo indivisible de los bonos.
- Periodo de tiempo durante el cual podemos tener abierta una emisión sin que afecte el mercado.
- Tamaño total de la deuda a emitir.
- Número de emisiones que se quieran tener vivas.
- Política de canjes para concentrar la deuda.

(d) Canjes

- Las operaciones de canje son un instrumento utilizado discrecionalmente para eliminar o reducir el saldo vivo de determinadas referencias a cambio de la entrega o emisión de otras referencias.

Objetivos del canje:

- Aumentar la liquidez del mercado.
- Suavizar el perfil de vencimientos de la deuda.

(d) Periodicidad de emisiones

Ya vimos este tema al hablar de los “Aspectos operativos de la subasta”.

– Recordemos que:

- No hay estándares predeterminados pero...
- Lógica ordenación de las subastas según el plazo de los instrumentos a emitir.
- Combinar en una misma fecha (día de subasta) emisiones a corto plazo con las de largo, no plazos parecidos.
- Distribuir a lo largo del calendario.

(e) Comisiones e impuestos

- No es habitual que el emisor pague ningún tipo de comisión por la compraventa de Deuda Pública al por mayor.
- En la inmensa mayoría de los países no se efectúa retención sobre los intereses a los inversores extranjeros (no residentes), con la simple prueba de no residencia.

(e) Comisiones e impuestos

<u>País</u>	<u>Comisión %</u>	<u>I no res %</u>	<u>País</u>	<u>Comisión %</u>	<u>I no res %</u>
Australia	0	10	Japón	0	0
Austria	0	0	Holanda	0	0
Bélgica	0	0	N. Zelanda	0	0
Canadá	0	0	Polonia	0	si
Rep. Checa	0	15	Portugal	0	0
Dinamarca	0	0	Singapur	0	varia
Finlandia	0	0	Sudáfrica	0	0
Francia	0	0	España	0	0
Alemania	0	0	Suecia	0	0
Grecia	0	0	Suiza	negociada	vía tratado
Hungría	0	0	UK	0	0
India	0	varia	USA	0	0
Irlanda	negociada	0	EUR std	0	0
Italia	0	0			39

(e) Comisiones e impuestos 1996

<u>País</u>	<u>Comisión %</u>	<u>Impuestos a no reside %</u>	<u>País</u>	<u>Comisión %</u>	<u>Impuestos a no reside %</u>
Australia	0	10	Japón	0.25-0.40	10
Austria	0	0	Holanda	0	0
Bélgica	0	0	N. Zelanda	0	0
Canadá	0	0	Sudáfrica	0	0
Dinamarca	0	0	España	0	0
Finlandia	0	0	Suecia	0	0
Francia	0	0	Suiza	negociada	vía tratado
Alemania	0	0	UK	0	0
Irlanda	negociada	0	USA	0	0
Italia	0	0			

II. MODALIDADES DE COLOCACIÓN EN EL MERCADO PRIMARIO

II. Modalidades de Colocación en el Mercado Primario

Existen cuatro formas básicas de colocación de deuda pública:

- Oferta Pública
- Tap issue
- Sindicación o aseguramiento de emisiones
- Subasta.

1. Oferta pública

- Suscripción abierta al público a una tasa prefijada durante un número limitado de días.
- El emisor comunica las condiciones de la emisión y recibe las demandas de los participantes.
- Ventaja: permite financiarse de forma puntual, pero repartiendo la carga o apelación al mercado de forma constante durante un periodo de tiempo y evitando así tensionar excesivamente los mercados en fechas puntuales.
- Desventaja: el periodo de emisión se puede extender mucho si la emisión es grande.

2. Tap issue

- Se diferencia de la Oferta pública en que el plazo de venta no está inicialmente limitado.
- Por lo tanto, suele realizarse en un mercado secundario en función de los precios que éste marque.
- Es usado especialmente para ampliar emisiones que ya están en el mercado.

2. Tap issue

- Ventaja: permite financiarse de forma puntual, pero repartiendo la carga o apelación al mercado de forma relativamente constante durante un espacio de tiempo y evitando tensionar excesivamente los mercados en fechas puntuales.
- Desventaja: la colocación “por goteo” consiste en que el periodo de emisión deberá extenderse de forma sustancial cuando el volumen de títulos a emitir es grande.

3. Sindicación o aseguramiento de emisiones

- Un grupo de entidades se hace responsable de la colocación de la emisión entre su clientela (otros bancos e inversores finales).
- Ventaja: es más fácil garantizarse un importe mínimo de la emisión.
- Desventaja: alta comisión de colocación.

4. Subasta

Método de emisión donde los participantes del mercado presentan demandas al emisor a distintos PRECIOS.

- Subasta competitiva
 - Subasta Americana o de precio múltiple
 - Subasta Holandesa o de precio uniforme
- Subasta No competitiva

4. Subasta

- La subasta como método principal de emisión respalda el principio de competitividad y de libre concurrencia.
- Objetivo importante: afianzar los principios de competitividad y de libre concurrencia en el corazón del sistema.

4. Diversidad de Subastas

- Cada sistema financiero utiliza un mecanismo de subasta propio.
- No hay dos países con procedimientos idénticos.
- Hay diversidad de pareceres sobre cuál es el mecanismo óptimo de subasta para un país determinado.
- No hay un sistema de subasta superior a los demás.
- Discusiones prácticas: todo tipo de consideraciones, intereses creados.

III. ORGANIZACIÓN INSTITUCIONAL DE LA SUBASTA

III. Organización institucional de la Subasta

1. Consideraciones generales sobre la Subasta.
2. Objetivos y responsabilidades del Tesoro.
3. El emisor y los proveedores de servicios.
4. Los participantes en la Subasta.

1. Consideraciones generales

- (a) La Subasta es una herramienta más de un conjunto más amplio que permite organizar un mercado competitivo de financiamiento de la deuda pública.
- (b) Los elementos complementarios de la Subasta son:
- el respeto de las normas de información del mercado;
 - el diseño de títulos mercadeables en mercado secundario;
 - la organización institucional apta para el mercado secundario;
 - reglas de acceso que favorezcan el mercado secundario.

1. Consideraciones generales

- (c) La Subasta implica un compromiso de colocación de emisiones por mecanismos de mercado que sólo puede funcionar correctamente si se organiza de forma articulada con el mercado secundario.
- (d) El emisor que coloca con Subasta debe tener como objetivo prioritario el desarrollo del mercado secundario de sus emisiones.
- (e) En el caso de mercados que se están desarrollando, la colocación por subasta sólo tendrá éxito si hay una actitud proactiva del sector público para desarrollar el mercado secundario.

1. Consideraciones generales

- (f) La colocación de deuda mediante Subasta es un mecanismo relativamente reciente en los mercados desarrollados (finales de los 80)
- Responde a una estrategia del Estado para desarrollar sus mercados internos de la forma más eficiente posible ya que:
 - el desarrollo de un mercado secundario de deuda pública tiene un impacto positivo sobre el costo de financiación del Estado y sobre el desarrollo del sector financiero.

2. Objetivos y responsabilidades del Tesoro

(a) Objetivo de alto nivel del Tesoro:

Cubrir las necesidades de financiación del Estado al menor coste posible manteniendo un nivel de riesgo limitado.

(b) Objetivos operativos del Tesoro:

- i. Conseguir flujos de financiación estables.
- ii. Reducir el coste de la financiación.
- iii. Mantener un adecuado grado de liquidez en el mercado.
- iv. Ofrecer a los inversores instrumentos financieros atractivos.

3. El Emisor y los Proveedores de Servicios

Elementos integrantes de la Subasta que deben distinguirse:

(a) **Organización**

- Reglamentación, supervisión, control, etc...
- La puede asumir el propio emisor o delegarla a un tercero (normalmente el Banco Central)

(b) **Función de provisión de servicios**

- Sistema electrónico o presencial, recogida de peticiones, comunicación al servicio de compensación y liquidación de las asignaciones de títulos y pagos producto de la subasta, etc...
- La puede asumir el propio emisor o delegarla a un tercero: Banco Central, Bolsa u otros

Alternativas

Organización	Provisión de servicios
Emisor	Emisor
Emisor	Terceros: Banco Central, bolsa u otros
Terceros: Banco Central	Terceros: Banco Central, bolsa u otros

4. Participantes en la Subasta

- Las entidades participantes son el equivalente a los canales de distribución de una empresa industrial.
- Acceso a la subasta:
 - Acceso directo:
 - No está abierto a todos aquellos que desean participar.
 - Acceso indirecto:
 - Abierto a todo el mundo normalmente a través de intermediarios.

Acceso a la Subasta

- Emisor establece requisitos para las entidades que hacen de canales de acceso.
- Restricciones en base a:
 - Riesgo de contrapartida (capital, calidad crediticia).
 - Medios técnicos.
 - Profesionalidad (prueba de capacitación).
- No confundir:
 - Función de proveedor de servicios con función de decidir quien tiene acceso a las subastas.
 - Ejemplo: bolsas

Acceso a la Subasta

- Efectos en el mercado secundario:
 - No capitalización.
 - No posiciones propias.
 - Solo intermediación.
- **Mercado secundario pobre**
 - Capitalización.
 - Posiciones propias.
 - Posiciones de clientes.
- **Mercado secundario liquido y dinámico**
 - Ejemplos: A) puesto bolsa B) banco

Acceso a la Subasta

- Participantes estándar en mercado primario:
 - Bancos.
 - Instituciones financieras no residentes.
 - Inversores institucionales.
- Compromiso o exigencia de contrapartidas:
 - Acceso directo a la subasta a cambio de:
 - Participación activa en la subasta.
 - Potenciar el mercado secundario.
 - Formalización:
 - Creadores de mercado (“Market Makers”).

Categorización de los participantes

- Cualquier persona física o jurídica
 - A través de intermediarios.
- Entidades del mercado financiero en general
 - Pueden recibir peticiones de clientes.
- Miembros del mercado
 - Deben de cumplir ciertos requisitos.
 - Suelen conformar el mercado secundario profesional.
- Creadores de Mercado
 - Garantizan la liquidez del mercado.

III. ASPECTOS OPERATIVOS DE LA SUBASTA

III. Aspectos operativos de la Subasta

1. Periodicidad.
2. Política de información al mercado: pre-Subasta y post-Subasta.
3. Tipos de Subasta (competitiva y no competitiva).
4. Condiciones y contrapartidas de participantes (Ej.: Creadores de Mercado).
5. Límites a las peticiones – asignaciones.

1. Periodicidad

- Hay que tener muy en cuenta la lógica ordenación de las subastas según el plazo de los instrumentos a emitir.
- Combinar en una misma fecha emisiones a corto plazo con las de largo, no plazos parecidos.
- Distribuir a lo largo del calendario.

1. Ejemplos de Periodicidad

- Alemania

- 6 meses Miércoles
- 3 años Mar, Jun, Sep y Dic
- 5 años Feb, May, Ago, Nov
- 10 años Ene, Abr, Jul y Oct

- Francia

- 3 y/o 5 años Terceros Jueves
- 10 y 15 ó 30 años Primeros Jueves

2. Política de información al mercado: **pre-Subasta y post-Subasta**

Establecimiento de una política clara y estable de emisión de los distintos plazos basada en 3 principios:

a) El mercado ha de conocer el calendario con anterioridad suficiente, con el mayor detalle posible, especialmente de plazos de las emisiones que se van a subastar en cada subasta.

- Dicho calendario debería ser lo más definitivo posible.
- Solo modificable baja circunstancias realmente excepcionales.

2. Política de información al mercado: **presubasta y postsubasta**

b) Antes de empezar a emitir nuevos títulos o plazos, es muy importante comunicarlo al mercado con la suficiente antelación y que los participantes conozcan las características de los instrumentos que se van a emitir.

c) No se pueden emitir títulos únicos o extraordinarios. La política de emisiones se ha de ceñir al “catálogo” de productos que tengamos en el mercado.

2. Política de información al mercado: pre-Subasta y post-Subasta

Información que debe sistematizarse:

- (i) Calendario genérico.
- (ii) Convocatoria de la subasta (montos indicativos).
- (iii) Resolución de la subasta.
- (iv) Información estadística.
- (v) Vías de comunicación.

3. Tipos de Subasta **(competitiva y no competitiva)**

Subasta: Método de emisión donde los participantes del mercado presentan demandas al emisor a distintos precios o tasas de interés.

- Subasta competitiva: Los demandantes fijan precio y reciben en función de aquel.
- Subasta No competitiva: Los demandantes no fijan precio y reciben siempre el medio ponderado.

3. Subasta Competitiva

- Los demandantes fijan precio y reciben en función de aquel.

Hay 2 métodos de subasta más comunes:

- Subasta Americana o de precio múltiple (MPA: Multiple Price Auction)
- Subasta Holandesa o de precio uniforme (UPA: Uniform Price Auction) también llamada de precio único.

Existe un tercer método mezcla de los anteriores:

- Subasta Española u Holandesa modificada

3. Subasta Americana (MPA)

- Los demandantes compran el bono al precio que pujaron siempre que este sea igual o superior al precio mínimo aceptado o marginal.
- Si pujaron a un precio inferior al marginal no se les adjudica nada.

3. Comportamientos en la MPA

- La de subasta precio múltiple conlleva la “maldición del ganador”.
- El participante que más posibilidades tiene de comprar los títulos es el que ofrece el precio más alto.
- Este precio puede estar bastante alejado del que está dispuesto a ofrecer el resto del mercado.

3. Subasta Holandesa (UPA)

- Todos los demandantes compran el bono al precio marginal siempre que pujaran a un precio igual o superior al marginal.
- Si pujaron a un precio inferior al marginal no se les adjudica nada.

3. Comportamientos en la UPA

- El precio único beneficia a aquellos participantes que hubieran estado dispuestos a aceptar precios más altos.
- La contrapartida es que hay un incentivo a que los participantes se muestren más agresivos para conseguir la adjudicación, ya que su precio de asignación va a estar más cerca del de consenso del mercado, independientemente del precio que ofrezcan.

3. Procedimiento de tramos **Competitivo-No competitivo**

- La subasta Competitiva es para “mayoristas”
- La subasta No competitiva es para “retail”
- Filosofía: la subasta No competitiva es para minoristas y acostumbra a tener un carácter “residual”.

3. Algunas medidas para el tramo **No competitivo**

- Limitar el importe máximo que los participantes puedan solicitar por cuenta propia.
- Anunciar con anterioridad a la recepción de peticiones del tramo competitivo, cuál es el volumen total de ofertas No competitivas que se presentan a la subasta.
- Ha de tener carácter residual, no prefijar un monto mínimo a emitir en el tramo.

3. Segundas Rondas

- Se trataría de posibilitar que un subconjunto de los participantes en la subasta, por ejemplo aquellos que se distingan como Creadores de Mercado, puedan tener acceso a una segunda ronda de la subasta en condiciones más ventajosas pero con ciertas limitaciones.

4. Condiciones y contrapartidas de participantes (Creadores de Mercado)

Para los participantes no creadores no suele haber condiciones especiales, solo genéricas como:

- Operar por cuenta propia o de terceros.
- Requisitos de capital.
- Las condiciones especiales las tienen los Creadores de Mercado.

4. Condiciones y contrapartidas de participantes (Creadores de Mercado)

Obligaciones:

- Participación en subastas.
- Diferencial máximo de precios (bid-ask).
- Volúmenes mínimos de compra y venta.
- Tiempo mínimo de cotización.
- Volumen mínimo a realizar durante un periodo de tiempo.
- Operaciones mínimas diarias.
- Obligación de difusión de información.

4. Condiciones y contrapartidas de participantes (Creadores de Mercado)

Contrapartidas:

- Aparecer en la lista de creadores de mercado y estar presente en las Webs del emisor.
- Obtener información mejor que el resto del mercado.
- Acceso a segundas rondas de las subastas.
- Presentar las pujas más tarde.
- Participar en los comités de enlace.
- Obtener materiales de mercadeo producidos por el emisor.

5. Límites a peticiones-asignaciones

- Con el fin de que no se produzca colusión (pactar en daño de tercero) en el mercado se puede fijar algún tipo de límite a las peticiones y/o asignaciones a la subasta.
- Los límites impuestos serán revisados y modificados por el emisor, para garantizar el carácter competitivo de la subasta.
- En el caso USA es del 35% de lo asignado por titular final.

**Organización de los Mercados
Secundarios Mayoristas y Minoristas
de Deuda Pública**

Índice

- I. Introducción al Mercado Secundario.
- II. Funciones del Mercado Secundario de Deuda Pública.
- III. Organización Institucional de los Mercados Secundarios.
- IV. Micro estructura del Mercado Secundario.
- V. Elementos de diseño del Mercado Mayorista.

I. INTRODUCCION AL MERCADO SECUNDARIO

Tipos de Mercado Secundario

- Por tipo de Participante:
 - Mercado Mayorista
 - Mercado Minorista
- Por tipo de Instrumento:
 - Deuda Pública
 - Deuda Privada
 - Acciones
 - Derivados
- Por tipo de Objetivos:
 - Inversión
 - Gestión de la liquidez
 - Cobertura de riesgos

Tipos de Mercado Secundario

Por tipo de Participante:

- Mercado Mayorista:
 - Es aquel donde la mayor parte de la operaciones se realizan entre participantes profesionales (bancos, inversores institucionales, compañías de seguros, etc..) y por importes no accesibles a inversores individuales.
- Mercado Minorista:
 - Es aquel donde la mayor parte de la operaciones se realizan entre participantes individuales y por importes accesibles a inversores individuales.

Construcción de un Mercado de Bonos Local

- Nos proponemos construir un mercado para reducir los riesgos de:
 - Tasa de interés.
 - Tipo de cambio (emitimos en moneda local).
 - Financiación y refinanciación.
- Los mercados crecen por la participación de los emisores, inversores e intermediarios, no solo por la construcción de la infraestructura del mercado.
- La participación se da cuando confluyen una serie de factores económicos, técnicos, políticos y de comportamiento.

Construcción de un Mercado de Bonos Local

- Estos factores (económicos, técnicos, políticos y de comportamiento) se desarrollan a diferentes ritmos.
- Los reguladores y los participantes en el mercado han de evaluar estos factores para determinar cuales impiden el desarrollo del mercado y trabajar en ello.
- El desarrollo del mercado se acelerará si los reguladores implicados trabajan de cerca con los participantes para identificar problemas y dar soluciones.

Construcción de un Mercado de Bonos Local

- El mercado alimenta a:
 - Compañías de Seguros.
 - Seguridad Social.
 - Inversores Institucionales (fondos).
- Que quieren mantener unos niveles de riesgo razonable en:
 - Tasa de interés (fija)
 - Reinversión (largo plazo).
 - Tipo de cambio (moneda local).
- Permite la posterior creación de un Mercado de Rente Fija Privada.

Construcción de un Mercado de Bonos Local

- El elemento clave para crear mercado secundario es contar con participantes cualificados (los “dealers”).
- Pero los “dealers” solos no pueden crear la liquidez.
- Necesitan las herramientas de “trading” adecuadas (emisiones estandarizadas), una base de inversores (institucionales), poder ganar dinero (neutralidad impositiva), financiarse (reportos) y cubrir sus riesgos.

Construcción de un Mercado de Bonos Local

- El problema básico para obtener liquidez en cualquier mercado es conseguir que los miembros coticen.
- Especialmente en las primeras etapas de un mercado esto no ocurre espontáneamente.
- Para generar cotizaciones de precios y entrar en la “rueda de liquidez” ayuda mucho tener el compromiso de miembros del mercado a cotizar.
- Es decir, es muy conveniente montar un mecanismo de “Market Making”.

¿Por que la Deuda Pública es tan especial?

DEUDA PUBLICA

- Mínimo riesgo
- No información privilegiada
- Revelación estándar
- Gobierno conocido
- El emisor hace las reglas
- Puro riesgo de interés
- Volumen alto

EMISIONES PRIVADAS

- Riesgo variable
- Información en parte privilegiada
- Revelación variable
- Gobierno variable
- El emisor acepta las reglas
- Riesgo particular
- Volumen bajo

II. FUNCIONES DE UN MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA PUBLICA

Funciones de un Mercado Secundario de Deuda Pública

1. Inversión.
2. Gestión de la liquidez.
3. Implementación de la política monetaria.
4. Referencia de precios y tasas.
5. Gestión del riesgo.
6. Ventajas de tener un Mercado Secundario.
7. Efectos de la creación de un Mercado Secundario.

1. Inversión

- Los inversores institucionales juegan un papel fundamental en el desarrollo de los mercados.
- Esta importancia deriva del hecho que recogen gran parte del ahorro doméstico y con ello compran activos, normalmente en el mercado local.
- A pesar de que los fondos no son tradicionalmente “traders” si es cierto que reestructuran sus carteras frecuentemente.
- Esto es una fuente potencial de liquidez.

1. Inversión

¿Qué necesita una gestora de fondos moderna que haga “mark-to-market” diario de sus carteras?

- Un mercado mínimamente líquido.
- Una curva de tasas para poder reevaluar.

¿Qué implica esto?

- Una gestión activa de carteras.
- Más liquidez.

¿Qué pasa si no lo tenemos?

- Las gestoras se limitarán a comprar y mantener.

2. Gestión de la liquidez

- Los reportos son el elemento clave para que funcione el vínculo entre un mercado secundario de bonos y un mercado de liquidez.
- Más adelante veremos como funciona el mercado de reportos, que modalidades existen y lo importante que resulta no bloquear el papel cedido en reporto para que pueda existir la liquidez.

3. Implementación de la Política Monetaria

- La mejor vía para implementar la política monetaria son la Operaciones de Mercado Abierto (Open Market Operations).
- Algunas veces la Operaciones de Mercado Abierto están basadas en emisiones por parte del Banco Central de títulos a corto plazo.
- Mejor estrategia es utilizar, para intervenir en el mercado, las emisiones del Tesoro. Esto, a su vez genera mayor liquidez en el mercado secundario de bonos.

4. Referencia de precios y tasas

- La información que aporta el Mercado Primario para determinar los precios y tasas de referencia se ve aumentada por el Mercado Secundario.
- Da consistencia: ahora no es solo el emisor y los participantes de la subasta, es todo el mercado quien determina los niveles.
- Da continuidad: no solamente en el momento de la subasta y para los plazos emitidos, sino en todo momento y para todos los plazos.

5. Gestión del riesgo

El Mercado Secundario nos permite:

- Convertir en liquidez una cartera con su enajenación.
- Alargar o acortar duraciones de nuestra cartera.
- Sustituir bonos ilíquidos por otros más líquidos.
- Si la legislación nos lo permite, “short-selling” para cubrir el riesgo de aumento de tasas.
- Servir de base a mercados de derivados que permitan una completa gestión del riesgo.

6. Ventajas de tener un Mercado Secundario

- Mayor eficiencia en la gestión de la Deuda Pública
- Da consistencia y continuidad a la curva de tasas generada en el primario, a la vez la curva de tasas del secundario sirve de referencia para el primario. Circulo virtuoso.
- Es decir, controlando el Secundario conseguimos tener bajo control el Primario.
- Posibilidades de intervención con Operaciones de Mercado Abierto para ajustar tasas.
- Reducción de la incertidumbre en el mercado monetario.

6. Ventajas de tener un Mercado Secundario

- Una curva de tasas de interés bien articulada permite la cuantificación del impacto de las intervenciones del Banco Central.
 - Esto se hace viendo el impacto que cambios en la parte corta de la curva (donde se interviene) tienen sobre el extremo de largo plazo.
- También sirve como punto de referencia para calcular seriamente el coste de oportunidad de proyectos del sector público y privado.
- Aumenta la competencia entre bancos al permitir la valoración de sus servicios.

6. Ventajas de tener un Mercado Secundario

- Posibilidad de reestructurar la Deuda Pública hacia mayores duraciones a tasas más bajas.
- Fortalecimiento de la confianza en las emisiones del país.
- Genera información sobre los riesgos y beneficios de los activos negociados, atrayendo a inversores adversos al riesgo.
 - Incertidumbre genera mayor incertidumbre.
 - La información producida por los mercados financieros es crucial para la asignación de recursos de acuerdo al riesgo.

6. Ventajas de tener un Mercado Secundario

Desde el punto de vista macroeconómico:

- Implica la aceptación del emisor de las reglas, disciplinas y procedimientos del mercado.
- Implica un reconocimiento explícito y una valoración de la deuda nacional.
- Las tasas de interés reflejan las expectativas del mercado y la evaluación de la política macroeconómica para las previsiones de inflación y devaluaciones de moneda.

7. Efectos de la creación de un Mercado Secundario

- Liquidez inmediata desde el momento en que los bonos adjudicados en subasta pueden ser revendidos en el mercado a un pequeño coste.
 - Esto atraerá a los inversores que no acudían al Primario por el riesgo de no poder deshacer su inversión o hacerlo a un alto coste.
- El aumento de la demanda hará bajar las tasas y por lo tanto abaratará el coste de financiación de la Deuda.
- Facilita las nuevas emisiones a plazos más largos.

III. ORGANIZACIÓN INSTITUCIONAL DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS

Organización Institucional de los Mercados Secundarios

- ¿En que consiste la Organización Institucional de los Mercados Secundarios?
- Diferentes formas de organizar los mercados secundarios:
 - Mercados bursátiles
 - Mercados electrónicos: ATS y ECN
 - Mercados OTC
 - Mercados de Creadores de Mercado
- Participación de los Bancos Centrales

¿En que consiste la Organización **Institucional de los Mercados** **Secundarios?**

- La institucionalidad del mercado se define por los participantes y las reglas que los articulan, no por el lugar o el medio que se utiliza para negociar.
- El emisor debe tener claramente estudiado el tipo de mercado que quiere y en función de ello definir sus participantes.
- La tecnología elimina algunas barreras de entrada a algunos negocios. En este caso elimina barreras de entrada (restricciones) costes de desarrollo de sistemas , número de participantes, etc... sobre la aparición de Mercados Secundarios.

¿En que consiste la Organización Institucional de los Mercados Secundarios?

- La organización del Mercado Secundario es y ha de ser un tema muy abierto desde el punto de vista institucional.
- Hay que evitar hacer del Mercado Secundario un coto privado de ciertos grupos de interés.
- Pueden coexistir perfectamente varias formas de organización: OTCs, IDB, ATS, ECNs, bolsas, etc..

Veamos sus características:

Mercados bursátiles

- La Bolsa no es un Mercado Secundario como tal, se trata de una forma más de organización de los mercados secundarios.
- Son mercados minoristas, de ordenes y presenciales (corros donde las operaciones se cruzan a viva voz).
- Su producto casi único son las acciones.

Para el mercado de bonos:

- Listar en una bolsa no es problema, muchos emisores lo hacen sistemáticamente.
- El problema aparece cuando se obliga a que el único mercado secundario existente sea la bolsa. ¹¹²

Mercados electrónicos: ATS y ECN

- ATS (“Alternative Trading System”) es un sistema electrónico que acerca a compradores y vendedores de activos y que puede desintermediar la función que hace el broker tradicional en una negociación.
- ATS es un concepto que incluye muchos tipos de mercados (“call markets”, sistemas para casar ordenes y ECN’s)
- ECN (“Electronic Communication Networks”) es un ATS registrado como un “broker” o cámara.

Mercados electrónicos: **ATS y ECN**

Motivos de la popularidad de ECN's:

- Bajo costo.
- Facilidad de comprar y vender grandes volúmenes de forma anónima.
- Gran nivel de automatización, no hay que buscar contrapartidas ni negociar precios, simplemente poner la orden.

Mercados OTC

- OTC = “Over-the-Counter”
- Los mercados OTC son mercados sin reglas, hechos a medida de las circunstancias.
- Tienen la ventaja de la flexibilidad y no están reñidos con los mercados organizados, de hecho coexisten perfectamente y se complementan.
- Operan cualquier tipo de producto.

Mercados de Creadores de Mercado

- Creador de Mercado (“Market Maker”) es aquel participante que se gana la vida operando muchas veces, los dos lados (compra y venta) con un diferencial de precio (o tasa) muy pequeño.
- El negocio del “Market Maker” (MM) es operar muchas veces y así ganarse muchas veces el spread entre demanda y oferta.
- El inconveniente del MM es tener que estar presente en el mercado incluso cuando no se desea estar.

Mercados de Creadores de Mercado

Estrategias de implementación de la política de MM:

- Política laxa:
 - Pocos requisitos de acceso y/o cumplimiento y por tanto pocos privilegios por cumplir.
 - Normalmente se hace con muchas entidades pues es fácil acceder a este estatus.
- Política estricta:
 - Muchos requisitos de entrada y de cumplimiento y por tanto grandes privilegios.
 - El acceso suele ser muy restrictivo por lo que suele haber muy pocas entidades que lo puedan cumplir.

Condiciones y contrapartidas genéricas de Creadores de Mercado

Obligaciones:

- Participación en subastas.
- Diferencial máximo de precios (bid-ask).
- Volúmenes mínimos de compra y venta.
- Tiempo mínimo de cotización.
- Volumen mínimo a realizar durante un periodo de tiempo.
- Operaciones mínimas diarias.
- Obligación de difusión de información.

Condiciones y contrapartidas genéricas de Creadores de Mercado

Contrapartidas:

- Aparecer en la lista de creadores de mercado.
- Obtener información mejor que el resto del mercado.
- Acceso a segundas rondas de las subastas.
- Presentar las pujas más tarde.
- Participar en los Comités de Enlace.
- Estar presente en las webs del emisor.
- Obtener materiales de mercadeo producidos por el emisor.

IV. MICRO ESTRUCTURA DEL MERCADO SECUNDARIO

Micro estructura del Mercado Secundario

- Reglas de negociación:
 - Mayorista.
 - Minorista.
- Sistemas de negociación.

Reglas de negociación

MERCADO MAYORISTA

- Facilita la negociación bilateral de grandes lotes
- Se puede elegir el sistema de negociación: directa, con intermediario o por sistemas ciegos
- Difusión de precios pactada para proteger intereses de los dealers
- Clientes se auto-protegen
- Riesgo bilateral de contrapartida (liq. bilateral)
- Acceso abierto
- Participantes asiduos y profesionales

BOLSA MINORISTA

- Facilita la negociación multilateral de pequeños lotes
- Solo hay sistemas de puja y calce
- Difusión de precios “se supone” transparente (no para lotes)
- Front-running prohibido, pero difícil de demostrar.
- Liquidación multilateral. Mecanismo de gestión de riesgos limitados
- Acceso cerrado: membresía
- Participantes ocasionales y pequeños

Dealers e Intermediarios puros

“DEALERS”

- Compran y venden, aprovechando el spread (diferencial entre precio de compra y venta)
- Crean liquidez
- Requieren capital que soporte sus posiciones

AGENTES

- Ponen en contacto comprador y vendedor a cambio de una comisión.
- Utilizan la liquidez existente
- No requieren capital puesto que no asumen posiciones

Comportamiento típico: Estrategias y Tácticas

“DEALERS”

- Toman posiciones en el mercado
- Objetivo: Comprar barato y vender caro
- Les preocupa mucho lo que pase en el mercado

AGENTES

- No toman posiciones, son puros comisionistas.
- Objetivo: Cobrar la comisión
- No les preocupa lo que pase en el mercado
- Quieren que el mercado se mueva, da igual como, cuando y donde.

Costes de los mercados

<u>MAYORISTAS</u>		<u>MINORISTAS</u>
Bajos	Infraestructura	Altos
Bajos	Regulación	Altos
Bajos	Supervisión	Altos
Bajos	Comisiones	Altos
Bajos	Difusión de Información	Altos

Sistemas de negociación

Hay muchos, los más importantes son:

- Telefónico
- Corro a viva voz
- Electrónico
- Dealing
- Telefónico-Electrónico

V. ELEMENTOS DE DISEÑO DEL MERCADO MAYORISTA

Elementos de Diseño **de un Mercado Mayorista**

1. Tipos de Operaciones.
2. Tratamiento de órdenes de clientes.
3. Restricciones en operativa de intermediarios: cuenta propia-cuenta de terceros.
4. Convenciones de cotización.
5. Reglas de recolección y difusión de información.

1. Tipos de Operaciones

- a) Compraventa simple al contado.
- b) Compraventa simple a plazo.
- c) Cesiones temporales: Reporto.

1.a) Compraventa simple al contado

- Es el mercado tradicional donde se compran y venden títulos con valor T+3M (fecha de contratación + 3 días hábiles) y entrega contra pago.
- Si el procedimiento de entrega contra pago esta correctamente diseñado (no siempre ocurre) se suele considerar que la operación esta exenta de riesgo de contrapartida (es mínimo).

1.b) Compraventa simple a plazo

- Es el mercado donde se compran y venden títulos con valor posterior a $T+3M$.
- Es decir, hoy se negocia el precio de la compraventa de un título cuya entrega y pago se efectuarán en una fecha futura.
- El riesgo de contrapartida que comportan estas operaciones hace que no estén disponibles para todo el mundo.

1.c) Reportos

- Reporto = Operaciones de cesión temporal.
- Dos modalidades:
 - Compraventa con pacto de recompra = Reporto puro
 - Simultanea (doble simultanea) = alternativa al reporto
- El éxito de un mercado de reportos se mide por el incremento de la liquidez en la negociación al contado.
- La operativa de reporto permite a los inversores nuevas formas de financiar sus posiciones o de obtener cierta ganancia por la cesión temporal de sus tenencias de valores de deuda.

2. Tratamiento de órdenes de clientes

- Por norma general en todos los mercados las ordenes de los clientes tienen prioridad a las propias.
- Mercado mayorista
 - Participantes profesionales que se auto-protegen controlando al ejecutor.
- Mercado minorista
 - Front-running prohibido pero difícil de demostrar el que no se produzca.
- Solución: Controles por parte del supervisor.

3. Restricciones en operativa de intermediarios: cuenta propia-cuenta de terceros

- Los intermediarios son los encargados de conectar el mercado interdealers (miembros del mercado) con terceros (no miembros). Hay 2 categorías:
- Intermediarios con capacidad plena:
 - Pueden operar por cuenta propia y de terceros.
 - Tienen requisitos de capital
 - Han de ofrecer contrapartida a sus clientes.
 - Suelen ser miembros del mercado en su vertiente de clientela.
- Intermediarios con capacidad restringida:
 - Actúan como meros comisionistas, solo pueden operar por cuenta de terceros.
 - Tienen pocos requisitos de capital.

4. Convenciones de cotización

- La forma estándar de cotización es en Precio, con 2 decimales y sin cupón corrido (ex-cupón) y sin impuestos (“clean price”)
- Como mecanismo transitorio hacia la cotización en Precio, los instrumentos de corto plazo (LETRAS) podrían cotizarse en tasa.
- El problema de la tasa es que está determinada por la convención de medición de los días que se utilice.
- En la construcción de un Mercado Regional es preferible armonizar en Precio.

5. Reglas de recolección y difusión de Información

- En un mercado OTC y en un mercado organizado no electrónico, las contrapartes son las responsables de comunicar las operaciones efectuadas al Sistema de Compensación y Liquidación (SCL).
- En un mercado electrónico el propio sistema comunica las operaciones al SCL.
- Normalmente el Sistema de Compensación y Liquidación es el encargado de la difusión a los medios oportunos.

Recolección de Información

Se establecen unos límites de tiempo para comunicar al SCL las operaciones realizadas.

- Mercado electrónico: Automático
- Mercado de corros: Muy rápido (segundos)
- Mercado telefónico: Rápido (minutos)

Se establecen controles para detectar operaciones fuera del precio de mercado.

Difusión de Información

La información se puede difundir como:

- Resumen estadístico (Volumen, alto, bajo, media, etc...) sin detalle de operaciones o con detalles parciales.
- Todas las operaciones en tiempo real (Inconveniente: es muy costoso y solo posible en mercado electrónico).
- Todas las operaciones en diferido.

Canales de difusión de información

- Tiempo real:
 - Reuters
 - Telerate
 - Bloomberg
 - Etc...
- Seudo Tiempo real
 - Internet
- Diferido
 - Prensa
 - Boletines

VI. MERCADOS MAYORISTAS DE DEUDA PÚBLICA: GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ E INFRAESTRUCTURAS

La Liquidez es el concepto que articula todas las áreas de trabajo relacionadas con el desarrollo de los Mercados de Deuda Pública”

Elementos en la organización de los mercados de deuda pública

Objetivos de políticas públicas:

- Financiamiento del Estado estable y de bajo costo.
- Política monetaria eficaz.
- Mecanismos de gestión de riesgo.
- Eficiencia del sector financiero.

Aspectos organizativos y operativos:

- Diseño de políticas y mecanismos de emisión.
- Diseño de mercados primario y secundario.
- Diseño (operativo) de política monetaria.

Aspectos de infraestructura:

- Sistemas de pagos.
- Sistemas de anotación en cuenta, compensación y liquidación de valores.

MERCADOS MAYORISTAS DE DEUDA PÚBLICA: GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ E INFRAESTRUCTURAS

- A. Política Monetaria, Mercado de Deuda Pública e Infraestructura.
- B. Liquidación de Mercados Primarios.
- C. Sistema de Compensación y Liquidación de Mercados Secundarios Mayoristas.

A. Política Monetaria, Mercado de Deuda Pública e Infraestructura

La Política Monetaria y el Mercado de Deuda Pública

Misión del Tesoro Inglés antes de 1995 por orden de prioridad:

- (1) Apoyar y complementar la política monetaria
- (2) No distorsionar los mercados financieros
- (3) Financiarse al menor costo y al menor riesgo

La Política Monetaria y el Mercado de Deuda Pública

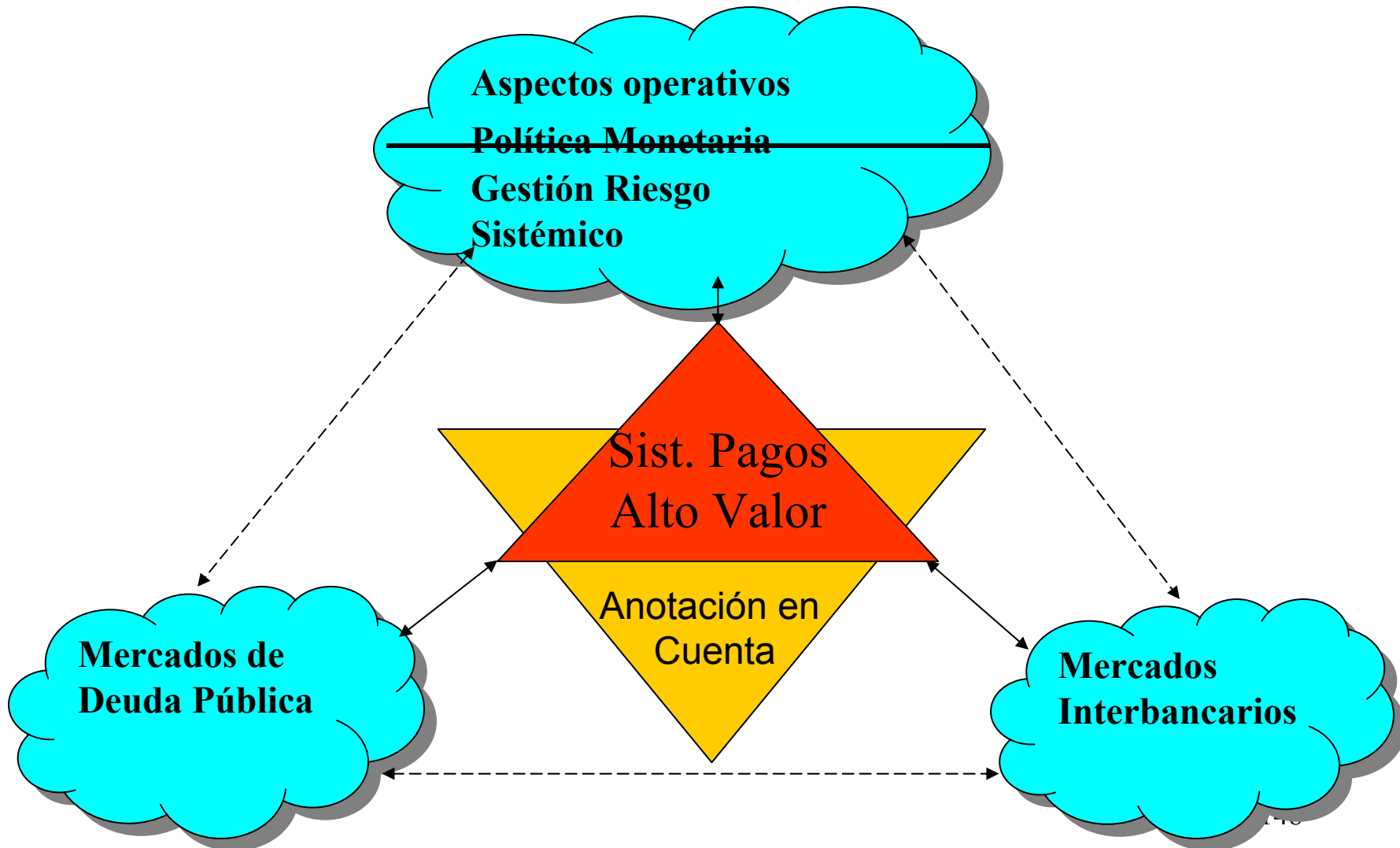
- La modernización financiera lleva a instrumentar la política monetaria con instrumentos indirectos por su mayor eficacia y su menor costo para el sistema financiero
- Contexto de los mercados emergentes en la adopción de instrumentos indirectos de PM:
 - deben desarrollar sus mercados financieros.
 - deben desarrollar su infraestructura.
 - generalmente tienen un exceso crónico de liquidez derivado de prácticas pasadas.

La Política Monetaria y el Mercado de Deuda Pública

El elemento de conexión entre la deuda pública y las funciones del Banco Central se encuentra en mercados de liquidez eficientes. Sus beneficios son:

- un mercado de deuda pública líquido y “estable”.
- la eficacia de la Política Monetaria (información e instrumentación).
- instrumentos de gestión del riesgo sistémico.
- la eficiencia del sector financiero.

Aspectos operativos de la gestión de la liquidez en el sistema financiero



Temas particulares de la región

(CA y RD)

- Problemática de la emisión BC y MH (pérdidas cuasifiscales).
- Regulaciones de política monetaria que dificultan la gestión de la liquidez.
- Implementación de regulaciones prudenciales inciden en la gestión de la liquidez.
- Diseño, gestión y especialización de sistemas de pagos.
- Conectividad mercados de liquidez locales y extranjeros.
- Conexión armónica: mercados de liquidez, mercado de deuda pública, política monetaria.
- **Riesgo de deslocalización del Mercado de Liquidez**

(Otras formas de gestión de la liquidez)

Elementos para la construcción de un mercado doméstico de liquidez eficiente

- Suficiente emisión de deuda pública o de BC (suficiente masa crítica estandarizada).
- Participantes mayoristas, preferentemente bancarios.
- Infraestructura eficiente para mercados mayoristas: sistema de pagos y sistema de liquidación de valores
- Normativa monetaria y prudencial que no entorpezca gestión de la liquidez
- Conectividad con mercados locales y extranjeros
- Mecanismos de difusión de información

B. Liquidación de Mercados Primarios

B. Liquidación de Mercados Primarios

1. Consideraciones generales sobre el registro y liquidación del Mercado Primario.
2. El registro de títulos estandarizados.
3. Desmaterialización e inmovilización.
4. El concepto de custodia y el de depósito central.
5. La liquidación del Mercado Primario (títulos y valores).
6. Opciones de neteos y gestión de riesgo.
7. Resumen y conclusiones.

1. Consideraciones generales sobre el registro y liquidación del Mercado Primario

- (a) Debe estar diseñado como un soporte del funcionamiento del mercado secundario. Por tanto, los métodos de emisión y de registro de valores:
- no deben entorpecer desde el punto de vista operativo la circulación de los títulos.
 - no deben favorecer un mercado en detrimento de otro
- (b) Estandarización y desmaterialización: dos conceptos diferentes pero articulados.

1. Consideraciones generales sobre el registro y liquidación del Mercado Primario

- (c) La organización institucional del esquema de registro y liquidación debe ser neutral: no confundir proveedor de servicios con responsable de establecer las reglas. El emisor debe poner las reglas.
- (d) La liquidación debe considerarse un infraestructura básica, quien la administra debe ser neutral.
- (e) La liquidación puede organizarse con distinto grado de sofisticación dependiendo del volumen del mercado secundario. Es preferible un diseño muy sencillo pero que no ponga en riesgo la credibilidad del sistema de liquidación o entorpezca el desarrollo futuro.

2. El registro de títulos estandarizados

- El registro de títulos estandarizados de forma desmaterializada o mediante macrotítulos modifica la forma de identificarlos.
- Una emisión es un conjunto de títulos con características idénticas, independientemente del momento en que fueron colocados.

- Fecha de emisión/colocación:	diferente
- Nominal:	igual
- Cupón:	igual
- Fecha vencimiento:	igual

2. El registro de títulos estandarizados

- El registro de una emisión debería realizarse mediante un código de emisión y un saldo de valores asociado a ese saldo. Desaparecen los números de título.
- Internacionalmente las emisiones se codifican mediante los números ISIN:

Ejemplo:

ISIN: ES 0000011405-2

Características: España 3.50 % 10/05

Saldo: Euros 10.000 millones

- El objetivo de esta forma de registro es garantizar la fungibilidad imprescindible para el desarrollo del mercado secundario.

3. Desmaterialización e inmovilización

- La desmaterialización no es imprescindible para realizar los traspasos de valores mediante anotación en cuenta.
- Si no existen condiciones registrales adecuadas (sistemas de información y procedimientos operativos) es preferible mantener los títulos físicos y eventualmente inmovilizarlos.

4. El concepto de Custodia y el de Depósito Central

- Orígenes históricos del Depósito Central y su función de “custodio físico” de los valores, sin “responsabilidad jurídica” sobre el patrimonio custodiado.
- Las entidades financieras como custodios de títulos o registros con responsabilidad jurídica de la integridad del patrimonio de sus clientes.
- El esquema de dos niveles en el registro y custodia de los títulos (“fe registral” vs. “fe pública” de la propiedad).
- Las responsabilidades de cada uno de los niveles.

5. La liquidación del Mercado Primario (títulos y valores)

- El principio de entrega contra pago (DVP) como esquema óptimo
- El principio de prioridad en el pago sobre la entrega como segunda opción.
- La preferencia por la liquidación contra las cuentas de efectivo en le Banco Central
- La importancia de contar con sistemas de pagos eficientes

6. Opciones de neteos y gestión de riesgo

- La liquidación del mercado primario no requiere gestión del riesgo sistémico, excepto si hay neteos con otros mercados
- Opciones de neteo:
 - neteo primario y vencimientos
 - neteo primario y secundario
 - neteo primario, secundario y vencimientos
 - neteo con cámara de cheques (casos excepcionales)

7. Resumen y conclusiones

- Todas las decisiones de registro y liquidación orientadas a dar soporte al mercado secundario.
- El registro de las emisiones mediante saldos es imprescindible para el desarrollo del mercado secundario.
- Es importante garantizar la neutralidad de la infraestructura de liquidación.
- Es posible establecer esquemas de liquidación con diseño progresivo a medida que el mercado secundario se desarrolla.
- Es importante diferenciar las responsabilidades y funciones de la custodia y del depósito central

**C. Sistemas de Compensación y
Liquidación de Mercados Secundarios
Mayoristas**

1. La contratación y la liquidación: elementos de articulación

- **Contratación:** contrato consensual que se perfecciona entre el comprador y vendedor, y es obligatorio desde que las partes convienen sobre el objeto y el precio, **aunque ni el uno ni el otro se hayan entregado** (aunque la transmisión de la propiedad no se haya realizado, los derechos económicos son transmitidos)
- **Liquidación:** la consumación de las obligaciones de las partes del contrato y la consiguiente transmisión de la propiedad (entrega, inscripción, anotación) contra su pago.

1. La contratación y la liquidación: elementos de articulación

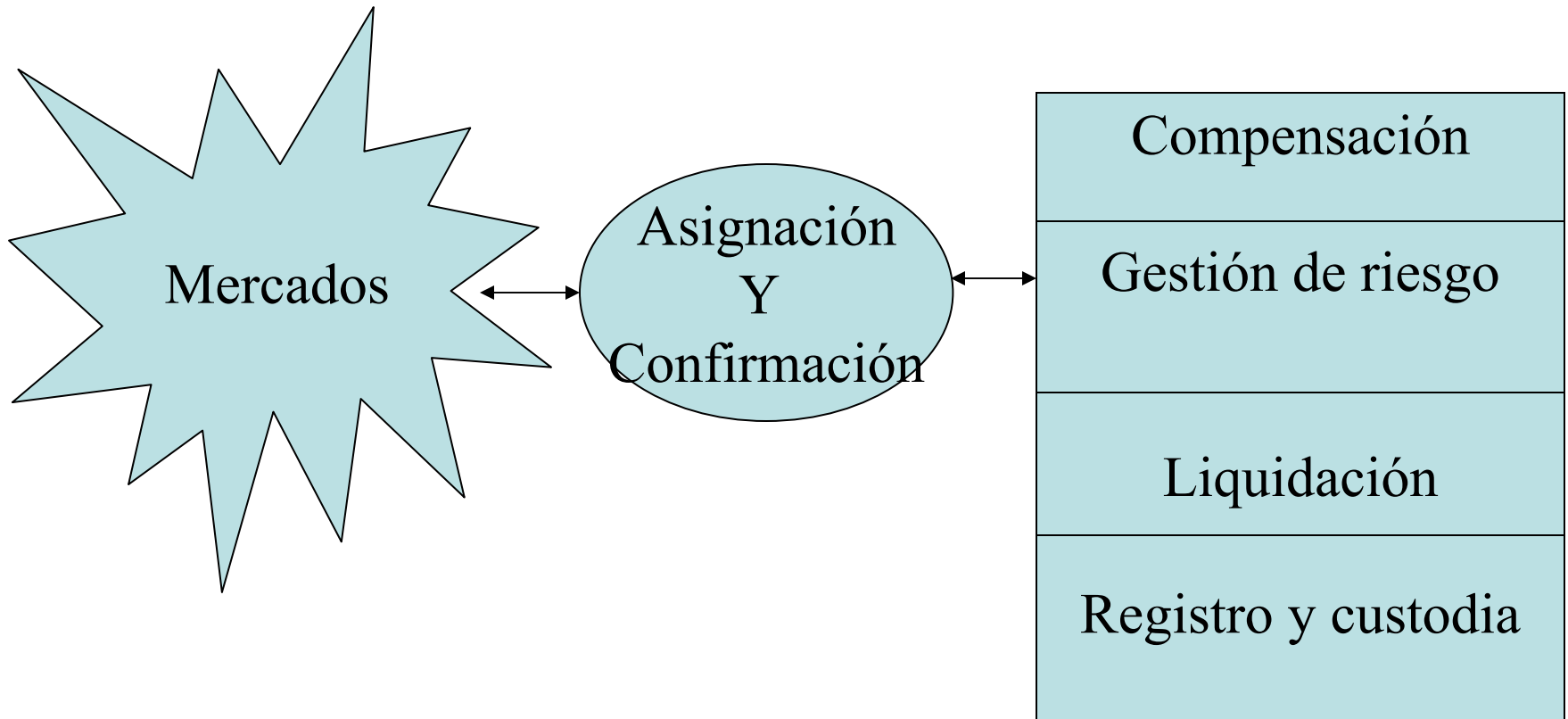
La contratación y la liquidación ocurren en dos momentos diferentes, entre ellas median:

- la asignación
- la confirmación
- la compensación
- la liquidación
- la custodia

Fases del ciclo de liquidación

1. Confirmación de operaciones:
 - operaciones “locked in”
 - confirmación bilateral entre participantes
2. Compensación:
 - bilateral bruta
 - bilateral neta
 - multilateral (CCP opcional)
3. Liquidación (valores y efectivo):
 - DVP
 - institucionalmente separada o integrada de la compensación
 - efectivo sobre cuentas de banco comercial o cuentas de Banco Central
4. Custodia (en dos niveles: registral y de titularidad)

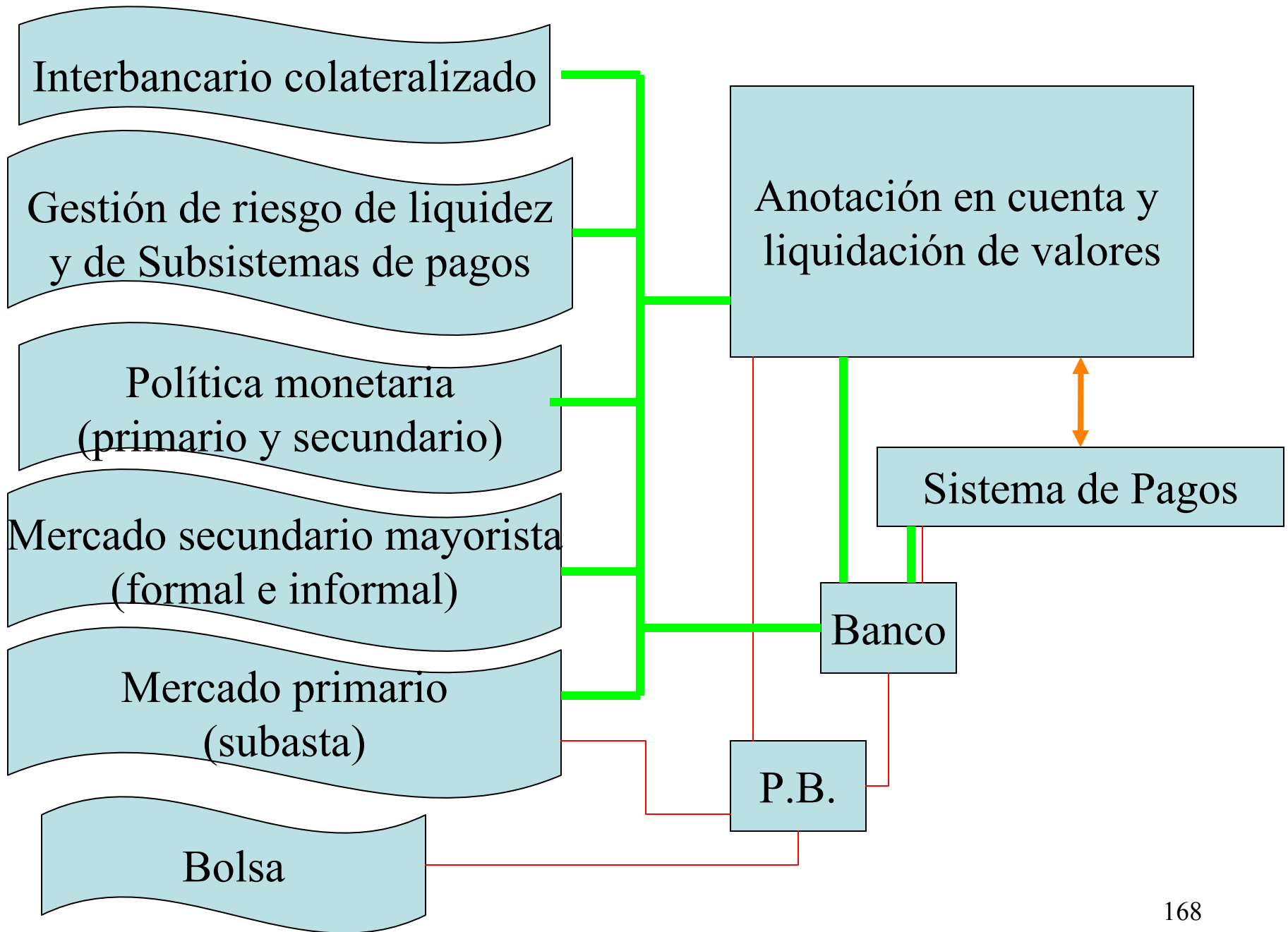
La contratación y la liquidación: elementos de articulación



Back-office de contratación, liquidación y custodia en entidades financieras

La liquidación de valores y el mercado secundario

Un mercado secundario no se desarrolla sin una sistema de liquidación de valores



La liquidación de valores y el mercado secundario

	Bilateral	Multilateral	L. tiempo real	L. diferida	L.bancaria	L. P.B.
Interbancario colateralizado	SI	NO	SI	SI/Op	SI	NO
Gestión de liquidez y subsistemas de pagos	SI	NO	SI	NO	SI	NO
Política Monetaria	SI	NO	SI	Si/Op	SI	NO
Secundario mayorista	SI	SI/Op	SI	SI/Op	SI	NO
Primario	SI/Op	SI/Op.	NO	SI	SI	Parcial
Bolsa	NO	SI	NO	SI	Parcial	Parcial

Riesgos de liquidación y su gestión

(1/5)

1. Riesgo de contrapartida o de crédito.
2. Riesgo de mercado o volatilidad.
3. Riesgo de liquidez.
4. Riesgo del banco de liquidación central.
5. Riesgo de custodia.
6. Riesgo operativo.
7. Riesgo legal.
8. Riesgo sistémico.

Riesgos de liquidación y su gestión

(2/5)

1. Riesgo de contrapartida o de crédito

- incumplimiento de contraparte sin DVP
- pérdida del principal

Solución: DVP

2. Riesgo de mercado o volatilidad

- incumplimiento de contraparte con DVP
- pérdida de variación de precios

Solución: Fondo de garantía, llamadas a margen

Riesgos de liquidación y su gestión

(3/5)

3. Riesgo de liquidez

- atrasos en la liquidación de V. o E.

Solución: mercado líquido o mecanismos de préstamos de valores y fondo de garantía

4. Riesgo del banco de liquidación central

- insolvencia del banco liquidador central

Solución: liquidación en banco sin riesgo de crédito, BC

Riesgos de liquidación y su gestión

(4/5)

5. Riesgo de custodia

- insolvencia, negligencia o estafa del custodio

Solución: segregación efectiva de cuentas, supervisión y capitalización de custodios

6. Riesgo operativo

- deficiencias en sistemas y controles, errores humanos, estafa.

Solución: procedimientos y sistemas robustos, supervisión, plan de contingencia

Riesgos de liquidación y su gestión

(5/5)

7. Riesgo legal

- normas legales impiden resolución de contratos incumplidos (operaciones transfronterizas)
- resolución de contratos con valores a través de autoridad judicial
- dificultades legales para “finalidad” de operaciones

Solución: armonización y modificación marco jurídico

8. Riesgo sistémico

- generación de cadena de incumplimientos

Solución: mecanismos de provisión de liquidez

Aspectos Institucionales

Un sistema de liquidación de valores es una infraestructura básica que debe ser “neutra” frente a sus participantes:

- Acceso
- Gobierno
- Eficiencia

Características de los sistemas de liquidación en Centroamérica (1/2)

- La infraestructura es propiedad de las bolsas y generalmente sólo liquida operaciones bursátiles.
- La liquidación no es de tipo mayorista (ciclo único y riesgos de contrapartida poco claros).

Características de los sistemas de liquidación en Centroamérica (2/2)

- Liquidación sin DVP con tres opciones:
 - (a) ciclo de efectivo centralizado y ciclo de valores descentralizado = riesgo asimétrico a favor del vendedor
 - (b) depósito previo de valores sin control operativo = riesgo asimétrico a favor del vendedor
 - (c) depósito previo de valores con control operativo = rigidez operativa impide mercado mayorista

Conclusiones (1/2)

- La infraestructura de liquidación puede ser utilizada como un instrumento de competencia para configurar el mercado (necesidad de neutralidad).
- El sector público debe participar como árbitro en el diseño y desarrollo de la infraestructura de liquidación.

Conclusiones (2/2)

- Es deseable una infraestructura segura y eficiente para mayoristas.
- En el corto plazo es preferible comenzar por flexibilizar uso de la infraestructura actual para operaciones mayoristas.

La liquidación de valores en el proyecto **de Mercados de Deuda Pública en** **Centroamérica y RD**

- Imprescindible para inversionistas regionales e internacionales.
- Soporte del mercado secundario mayorista.
- Importancia de la liquidación de tipo bilateral (mayorista por mercados de liquidez).
- Relevancia en modernización financiera (vínculos con sistema de pagos).