

Departament de Gestió d'Empreses
Facultat de Ciències Econòmiques i Empresariales
Universitat Rovira i Virgili

El Mercado de Renta Fija Argentino: Análisis Interno y Comparativo

Tesis doctoral

Doctoranda: María Belén Guercio
Director de Tesis: Dr. Antonio Terceño Gómez

Reus, 2008

Universitat Rovira i Virgili

El Mercado de Renta Fija Argentino: Análisis Interno y Comparativo

Tesis doctoral

María Belén Guercio

Director: Antonio Terceño Gómez

Reus, 2008

UNIVERSITAT ROVIRA I VIRGILI

EL MERCADO DE RENTA FIJA ARGENTINO: ANÁLISIS INTERNO Y COMPARATIVO

Maria Belén Guercio

ISBN:978-84-692-3224-8/DL:T-917-2009

*A mis padres, Susi y Omar
A mis hermanas, Vanina y Analía
A mis sobrinos, Bianca y Santino
A mis abuelas, Antonia y Emma
Muchas gracias, los quiero mucho*

El Mercado de Renta Fija Argentino: Análisis Interno y Comparativo

Tesis doctoral

Doctoranda: María Belén Guercio
Director de Tesis: Antonio Terceño Gómez

| | |
|-------------------------------|-------------|
| Agradecimientos..... | I |
| Índice general..... | III |
| Índice de cuadros..... | IX |
| Índice de gráfico..... | XIII |

Agradecimientos

Quisiera agradecer a todas las personas e instituciones que hicieron posible la realización de mi Tesis doctoral, y que de una manera u otra, me han acompañando a lo largo de este difícil camino.

En primer lugar, quiero agradecer a mi director Antonio Terceño Gómez, catedrático de la Universidad Rovira i Virgili, por sus consejos y su dedicación, ya que sin su ayuda no hubiese sido posible la realización de esta tesis.

Quiero agradecer a mi familia y a mis amigos que, a pesar de la distancia, sentí en todo momento el apoyo y las fuerzas que me dieron en estos últimos cuatro años.

Quiero agradecer también a aquellas personas que tuve la suerte de conocer en mi estancia en España, y que fueron fundamentales a lo largo de estos años, y seguirán estando en mi corazón para siempre, Carmen y Taty, gracias por el aliento, la paciencia, las charlas, y sobre todo, por su amistad. Gracias Albert, por estar conmigo en los momentos difíciles, y por la fuerza que me das día tras día.

También quiero agradecer a las personas que comparten mi ámbito de trabajo, a mis compañeros de doctorado, a los profesores del área de Matemàtiques Empresarials i Financeres, y toda la gente de la universidad que con su compañerismo hizo que la misma sea un ambiente de trabajo cálido y agradable. Quiero agradecer, especialmente, a Gloria, por su incondicional apoyo, tanto profesional como personal.

Por último, quiero agradecer al Departamento de Gestión de Empresas de la Universidad Rovira i Virgili, por la asignación de la beca para realizar mi tesis doctoral, y a la Universidad Nacional del Sur, por la formación recibida en esa institución, y porque fue el puente principal para realizar mis estudios de doctorado en la Universidad Rovira i Virgili.

Muchas gracias a todos.

Índice General

Capítulo 1. Introducción 1

| | |
|--|----|
| 1.1. Introducción y motivaciones..... | 3 |
| 1.2. Objetivos de la tesis..... | 5 |
| 1.3. Metodología..... | 6 |
| 1.3.1. Principales fuentes estadísticas..... | 6 |
| 1.3.2. La elección de los países a estudiar..... | 6 |
| 1.3.3. Los activos financieros de renta fija..... | 8 |
| 1.3.4. Clasificación de los activos de renta fija..... | 9 |
| 1.3.4.1. Dependiendo del organismo emisor..... | 9 |
| 1.3.4.2. Dependiendo del mercado en el cual se emiten los títulos..... | 10 |
| 1.3.4.3. Dependiendo del plazo de emisión..... | 11 |
| 1.3.4.4. Dependiendo del rendimiento del título..... | 12 |
| 1.3.4.5. Dependiendo del tipo de amortización..... | 13 |
| 1.4. Estructura de la tesis..... | 13 |

Capítulo 2. El sistema financiero en las economías emergentes 15

| | |
|--|----|
| 2.1. Introducción..... | 17 |
| 2.2. La relación entre desarrollo del sistema financiero y crecimiento económico..... | 18 |
| 2.3. Sistemas financieros basados en bancos o en mercados..... | 20 |
| 2.4. Los mercados financieros emergentes..... | 23 |
| 2.5. La relación crecimiento de la economía y desarrollo del sistema financiero en América Latina..... | 25 |
| 2.6. La estructura financiera en Latinoamérica..... | 28 |
| 2.6.1. El mercado de capitales de los países Latinoamericanos..... | 29 |
| 2.6.1.1. El mercado de bonos..... | 30 |
| 2.6.1.2. El mercado bursátil..... | 36 |
| 2.6.2. El sistema bancario de los países Latinoamericanos..... | 41 |
| 2.6.2.1. Los elevados costos de los servicios financieros..... | 43 |
| 2.6.2.2. La propiedad pública de los bancos..... | 45 |
| 2.6.2.3. Penetración de la banca extranjera..... | 46 |
| 2.6.2.4. Concentración bancaria..... | 47 |

Capítulo 3. Análisis de la estructura de los títulos de renta fija en los países desarrollados 49

| | |
|---|----|
| 3.1. El mercado de activo de renta fija de Alemania..... | 51 |
| 3.1.1. Introducción..... | 51 |
| 3.1.2. Organismos reguladores del mercado de renta fija de Alemania..... | 52 |
| 3.1.3. Emisiones públicas internas..... | 53 |
| 3.1.3.1. Títulos emitidos periódicamente por el Ministerio de Finanzas de Alemania..... | 54 |
| 3.1.3.2. Títulos emitidos por el Ministerio Alemán situaciones especiales..... | 56 |
| 3.1.3.3. Mercado Primario..... | 57 |

| | |
|---|-----|
| 3.1.3.4. Mercado Secundario..... | 57 |
| 3.1.4. Emisiones privadas..... | 58 |
| 3.1.5. Conclusión..... | 62 |
| 3.2. El mercado de activos de renta fija de España..... | 63 |
| 3.2.1. Introducción..... | 63 |
| 3.2.2. Organismos reguladores del mercado de renta fija de España..... | 63 |
| 3.2.3. Emisiones Públicas..... | 65 |
| 3.2.3.1 Emisiones del Tesoro Público..... | 66 |
| 3.2.3.2. Mercado primario..... | 67 |
| 3.2.3.3. Mercado Secundario..... | 67 |
| 3.2.4. Emisiones públicas externas..... | 69 |
| 3.2.5. Emisiones privadas..... | 69 |
| 3.2.6. Conclusión..... | 77 |
| 3.3. El mercado de activos de renta fija de Estados Unidos..... | 78 |
| 3.3.1. Introducción..... | 78 |
| 3.3.2. Organismos reguladores del mercado de renta fija de Estados Unidos..... | 78 |
| 3.3.3. Emisiones Públicas Internas..... | 81 |
| 3.3.3.1. Títulos emitidos por el Tesoro de Estados Unidos..... | 81 |
| 3.3.3.2. Títulos semipúblicos..... | 83 |
| 3.3.3.3. Mercado primario..... | 87 |
| 3.3.3.4. Mercado secundario..... | 88 |
| 3.3.4. Emisiones Privadas..... | 89 |
| 3.3.4.1. Emisiones corporativas..... | 89 |
| 3.3.4.2. Titulización de activos..... | 92 |
| 3.3.4.3. Mercados secundario..... | 93 |
| 3.3.5. Conclusión..... | 94 |
| 3.4. El mercado de activos de renta fija de Japón..... | 95 |
| 3.4.1. Introducción..... | 95 |
| 3.4.2. Organismos reguladores del mercado de renta fija de Japón..... | 95 |
| 3.4.3. Emisiones públicas internas..... | 97 |
| 3.4.3.1. Títulos emitidos por el Gobierno de Japón..... | 97 |
| 3.4.3.2. Títulos semipúblicos..... | 100 |
| 3.4.3.3. Mercado primario..... | 102 |
| 3.4.3.4. Mercado secundario..... | 103 |
| 3.4.4. Emisiones públicas externas..... | 103 |
| 3.4.5. Emisiones privadas..... | 103 |
| 3.4.5.1. Emisiones de empresas no financieras..... | 105 |
| 3.4.5.2. Emisiones de entidades financieras..... | 105 |
| 3.4.5.3. Mercado secundario..... | 106 |
| 3.4.6. Conclusión..... | 106 |
| 3.5. El mercado de activos de renta fija del Reino Unido..... | 107 |
| 3.5.1. Introducción..... | 107 |
| 3.5.2. Organismos reguladores del mercado de renta fija de Reino Unido..... | 108 |
| 3.5.3. Emisiones Públicas..... | 110 |
| 3.5.3.1. Emisiones del Tesoro del Reino Unido..... | 110 |
| 3.5.3.2. Emisiones Semigubernamentales..... | 113 |
| 3.5.3.3. Mercado primario..... | 113 |
| 3.5.3.4. Mercado secundario..... | 114 |

| | |
|---|-----|
| 3.5.4. Emisiones Privadas..... | 114 |
| 3.5.4.1. Emisiones de entidades no financieras..... | 115 |
| 3.5.4.2. Emisiones de entidades financieras..... | 115 |
| 3.5.4.3. El mercado primario..... | 117 |
| 3.5.4.4. Mercado secundario..... | 117 |
| 3.5.5. Emisiones Internacionales..... | 118 |
| 3.5.6. Conclusión..... | 119 |

Capítulo 4. Análisis de la estructura de los títulos de renta fija en los países Latinoamericanos **121**

| | |
|--|-----|
| 4.1. El mercado de renta fija de Argentina..... | 123 |
| 4.1.1. Introducción..... | 123 |
| 4.1.2. Organismos reguladores y participantes del mercado de renta fija..... | 124 |
| 4.1.3. Emisiones públicas internas..... | 128 |
| 4.1.3.1. Emisiones del Banco Central de la República Argentina..... | 128 |
| 4.1.3.2. Emisiones del Estado Nacional..... | 129 |
| 4.1.3.3. Títulos Provinciales y Municipales..... | 134 |
| 4.1.3.4. Mercado Primario..... | 135 |
| 4.1.3.5. Mercado Secundario..... | 135 |
| 4.1.4. Emisiones públicas externas..... | 135 |
| 4.1.5. Emisiones privadas..... | 137 |
| 4.1.6. Conclusión..... | 142 |
| 4.2. El mercado de renta fija de Brasil..... | 143 |
| 4.2.1. Introducción..... | 143 |
| 4.2.2. Organismos reguladores y participantes del mercado de renta fija..... | 144 |
| 4.2.3. Emisiones públicas internas..... | 147 |
| 4.2.3.1. Emisiones del Banco Central de Brasil..... | 147 |
| 4.2.3.2. Emisiones del Tesoro Nacional..... | 149 |
| 4.2.3.3. Mercado primario..... | 154 |
| 4.2.3.4. Mercado secundario..... | 154 |
| 4.2.4. Emisiones públicas externas..... | 155 |
| 4.2.5. Emisiones privadas..... | 157 |
| 4.2.6. Conclusión..... | 160 |
| 4.3. El Mercado de renta fija de Chile..... | 162 |
| 4.3.1. Introducción..... | 162 |
| 4.3.2. Organismos reguladores y participantes del mercado de renta fija..... | 163 |
| 4.3.3. Emisiones públicas internas..... | 166 |
| 4.3.3.1. Emisiones del Banco Central de Chile..... | 166 |
| 4.3.3.2. Emisiones de Tesorería General de la República..... | 169 |
| 4.3.3.3. Títulos emitidos por el Instituto de Normalización Previsional (INP)..... | 170 |
| 4.3.3.4. Emisiones semipúblicas..... | 171 |
| 4.3.3.5. Mercado primario..... | 172 |
| 4.3.3.6. Mercado secundario..... | 172 |
| 4.3.4. Emisiones públicas externas..... | 173 |
| 4.3.5. Emisiones privadas..... | 175 |
| 4.3.6. Conclusión..... | 177 |
| 4.4. El Mercado de renta fija de México..... | 179 |
| 4.4.1. Introducción..... | 179 |

| | |
|---|-----|
| 4.4.2. Organismos reguladores y participantes del mercado de renta fija..... | 180 |
| 4.4.3. Emisiones públicas internas..... | 182 |
| 4.4.3.1. Emisiones del Banco de México..... | 182 |
| 4.4.3.2. Emisiones de la Secretaría de Hacienda Pública..... | 183 |
| 4.4.3.3. Emisiones del Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB)..... | 185 |
| 4.4.3.4. Emisiones de los Estados y Municipios y Empresas Paraestatales..... | 185 |
| 4.4.3.5. Mercado primario..... | 186 |
| 4.4.3.6. Mercado secundario..... | 186 |
| 4.4.4. Emisiones públicas externas..... | 188 |
| 4.4.5. Emisiones Privadas..... | 189 |
| 4.4.5.1. Emisiones Bancarias..... | 190 |
| 4.4.5.2. Emisiones Corporativas..... | 191 |
| 4.4.6. Conclusión..... | 194 |

Capítulo 5. Estudio comparativo de los mercados de renta fija emitidos por el sector público **195**

| | |
|---|-----|
| 5.1. Comparación del mercado de renta fija de los países desarrollados..... | 197 |
| 5.1.1. Introducción..... | 197 |
| 5.1.2. Distribución de las emisiones por tipo de emisor..... | 198 |
| 5.1.3. Plazos de emisión..... | 200 |
| 5.1.4. Tasa cupón..... | 201 |
| 5.1.5. Moneda de emisión..... | 202 |
| 5.1.6. Amortización del capital..... | 203 |
| 5.1.7. Conclusiones..... | 203 |
| 5.2. Comparación de los mercados de renta fija de los países emergentes..... | 204 |
| 5.2.1. Introducción..... | 204 |
| 5.2.2. Distribución de las emisiones por tipo de emisor..... | 206 |
| 5.2.3. Plazos de emisión..... | 207 |
| 5.2.4. Tasa cupón..... | 208 |
| 5.2.5. Amortización del capital..... | 209 |
| 5.2.6. Relación plazo de emisión y tasa cupón..... | 210 |
| 5.2.7. Relación plazo y moneda de emisión..... | 212 |
| 5.2.8. Relación plazo de vencimiento y amortización del capital..... | 213 |
| 5.2.9. Relación tipo de cupón y moneda de emisión..... | 214 |
| 5.2.10. Relación tipo de cupón y amortización del capital..... | 216 |
| 5.2.11. Relación moneda de emisión y amortización del capital..... | 216 |
| 5.2.12. Conclusiones..... | 217 |
| 5.3. Comparación de los mercados de renta fija de los países desarrollados y los países emergentes..... | 218 |
| 5.3.1. Argentina..... | 219 |
| 5.3.1.1. Distribución de las emisiones por tipo de emisor..... | 219 |
| 5.3.1.2. Plazos de emisión..... | 220 |
| 5.3.1.3. Tasa cupón..... | 221 |
| 5.3.1.4. Amortización del capital..... | 224 |
| 5.3.1.5. Moneda de emisión de bonos públicos..... | 225 |
| 5.3.2. Brasil..... | 226 |
| 5.3.2.1. Distribución de las emisiones por tipo de emisor..... | 226 |
| 5.3.2.2. Plazos de emisión..... | 227 |

| | |
|--|-----|
| 5.3.2.3. Tasa cupón..... | 227 |
| 5.3.2.4. Amortización del capital..... | 229 |
| 5.3.2.5. Moneda de emisión de bonos públicos..... | 229 |
| 5.3.3. Chile..... | 230 |
| 5.3.3.1. Distribución de las emisiones por tipo de emisor..... | 230 |
| 5.3.3.2. Plazos de emisión..... | 230 |
| 5.3.3.3. Tasa cupón..... | 231 |
| 5.3.3.4. Amortización del capital..... | 233 |
| 5.3.3.5. Moneda de emisión..... | 233 |
| 5.3.4. México..... | 233 |
| 5.3.4.1. Distribución de las emisiones por tipo de emisor..... | 234 |
| 5.3.4.2. Plazos de emisión..... | 234 |
| 5.3.4.3. Tasa cupón..... | 235 |
| 5.3.4.4. Amortización del capital..... | 236 |
| 5.3.4.5. Moneda de emisión..... | 236 |

Capítulo 6. Los principales problemas del mercado de renta fija argentino: sus posibles soluciones

237

| | |
|--|-----|
| 6.1. Introducción..... | 239 |
| 6.2. El sistema financiero argentino durante los '90..... | 241 |
| 6.2.1. Reformas y evolución del sistema financiero argentino..... | 241 |
| 6.2.1.1. Ley de convertibilidad..... | 242 |
| 6.2.1.2. La apertura financiera..... | 245 |
| 6.2.1.3. Otras reformas: Privatización y cambios en el Sistema Previsional..... | 251 |
| 6.2.1.4. El sector bancario..... | 253 |
| 6.2.1.5. El mercado bursátil..... | 258 |
| 6.2.2. El mercado de renta fija público..... | 261 |
| 6.2.2.1. El financiamiento del gobierno durante la década del '90..... | 262 |
| 6.2.2.2. Estructura de los títulos públicos emitidos durante la década del '90 | 263 |
| 6.2.3. El mercado de renta fija privado..... | 270 |
| 6.2.3.1. El financiamiento de las empresas en la década del '90..... | 271 |
| 6.2.3.2. Obligaciones Negociables (ON)..... | 274 |
| 6.2.3.3. Obligaciones Negociables para PyMEs (ONPYMEs)..... | 276 |
| 6.2.3.4. Fideicomisos financieros..... | 277 |
| 6.3. El mercado de renta fija a partir de la reestructuración de la deuda pública..... | 279 |
| 6.3.1. El concepto calidad de los títulos de renta fija..... | 279 |
| 6.3.1.1. El plazo de emisión de los títulos públicos..... | 280 |
| 6.3.1.2. La moneda de emisión de los bonos públicos..... | 283 |
| 6.3.1.3. El dilema entre riesgo de plazos o riesgo de descalce..... | 286 |
| 6.3.1.4. La tasa cupón de los títulos..... | 287 |
| 6.3.1.5. Bonos indexados a la inflación..... | 287 |
| 6.3.1.6. Bonos emitidos con tasa cupón variable..... | 289 |
| 6.3.2. La calidad de las emisiones públicas en el mercado argentino..... | 289 |
| 6.3.2.1. El plazo de emisión: El riesgo de descalce de plazos en Argentina..... | 290 |
| 6.3.2.2. El moneda de emisión: El riesgo de descalce de monedas en Argentina... | 298 |
| 6.3.2.3. La tasa cupón variable y la indexación del capital..... | 303 |
| 6.3.3. El comportamiento de los títulos en el mercado primario y secundario..... | 305 |
| 6.3.3.1. Letras del Tesoro (Letes) | 306 |

| | |
|--|-----|
| 6.3.3.2. Boden 2014..... | 307 |
| 6.3.3.3. Boden 2012..... | 315 |
| 6.3.3.4. Boden 2015..... | 324 |
| 6.3.3.5. Bonar V..... | 329 |
| 6.3.3.6. Bonar VII..... | 333 |
| 6.3.3.7. Bonar X..... | 336 |
| 6.3.3.8. Bonar ARG \$ V..... | 338 |
| 6.4. Problemas y propuestas para el mercado de renta fija argentino..... | 341 |
| 6.4.1. Introducción..... | 341 |
| 6.4.2. Análisis de problemas y soluciones para el mercado de renta fija argentino... | 341 |
| 6.4.2.1. Mercado de renta fija..... | 343 |
| 6.4.2.2. Mercado de títulos de deuda pública..... | 348 |
| 6.4.2.3. Estructura de los títulos de deuda pública..... | 357 |
| 6.4.2.4. Problemas institucionales..... | 365 |
| 6.4.3. Conclusiones..... | 374 |

| | |
|---------------------|------------|
| Bibliografía | 381 |
|---------------------|------------|

| | |
|---------------|------------|
| Anexos | 405 |
|---------------|------------|

Índice de cuadros

Capítulo 1

| | |
|---|---|
| 1.1. Principales fuentes estadísticas utilizadas..... | 7 |
|---|---|

Capítulo 2

| | |
|--|----|
| 2.1. Créditos bancarios, capitalización del mercado bursátil y títulos de deuda pública nacional en circulación..... | 28 |
| 2.2. Medidas de desarrollo del mercado bursátil..... | 41 |
| 2.3. Activos y pasivos de los 10 bancos más grandes como proporción del total de activos bancarios, 2002..... | 48 |

Capítulo 3

| | |
|---|-----|
| 3.1. Principales características de las emisiones públicas en Alemania..... | 59 |
| 3.2. Principales características de las emisiones privadas en Alemania | 62 |
| 3.3. Principales características de las emisiones públicas en España..... | 70 |
| 3.4. Emisiones brutas de BTA por tipo de activo subyacente..... | 74 |
| 3.5. Principales características de las emisiones privadas en España | 76 |
| 3.6. Principales características de las emisiones públicas en Estados Unidos..... | 90 |
| 3.7. Principales características de las emisiones privadas en Estados Unidos..... | 94 |
| 3.8. Principales características de las emisiones públicas en Japón..... | 104 |
| 3.9. Principales características de las emisiones privadas en Japón..... | 106 |
| 3.10. Principales características de las emisiones públicas en Reino Unido..... | 116 |
| 3.11. Principales características de las emisiones privada en Reino Unido | 118 |

Capítulo 4

| | |
|---|-----|
| 4.1. Principales características de las emisiones públicas en Argentina..... | 136 |
| 4.2. Montos colocados en el mercado de capitales en el 2006..... | 138 |
| 4.3. Emisiones de ONs durante el año 2006..... | 140 |
| 4.4. Principales características de las emisiones privadas..... | 141 |
| 4.5. Principales características de los títulos emitidos por el Banco Central..... | 149 |
| 4.6. Principales características de las emisiones del Tesoro en Brasil..... | 156 |
| 4.7. Emisiones Públicas Externas en Brasil..... | 157 |
| 4.8. Principales características los títulos privados en Brasil | 161 |
| 4.9. Principales características de las emisiones públicas en Chile..... | 174 |
| 4.10. Características de los bonos públicos externos en Chile..... | 173 |
| 4.11. Principales características de las emisiones privadas en Chile | 178 |
| 4.12. Principales características de las emisiones públicas internas en México..... | 187 |
| 4.13. Principales características de las emisiones públicas externas en México..... | 189 |
| 4.14. Principales características de las emisiones privadas en México | 193 |

Capítulo 5

| | |
|---|-----|
| 5.1. Volumen de títulos de renta fija emitidos por el sector público..... | 198 |
| 5.2. Distribución de las emisiones con cupón variable..... | 202 |
| 5.3. Volumen de títulos de renta fija emitidos por el sector público como porcentaje del PIB..... | 205 |
| 5.4. Distribución de las emisiones con cupón variable..... | 209 |
| 5.5. Distribución de los títulos por tipo de amortización del capital..... | 216 |

| | |
|---|-----|
| 5.6. Distribución de los bonos cupón variable y/o indexado..... | 223 |
| 5.7. Distribución de los títulos por tipo de cupón..... | 232 |

Capítulo 6

| | |
|--|-----|
| 6.1. Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el Gran Buenos Aires Serie Base 1999=100..... | 243 |
| 6.2. Estimación del Balance de Pagos: Cuenta capital y financiera..... | 246 |
| 6.3. Pasivos externos por destino de la inversión..... | 247 |
| 6.4. Balanza de pagos, cuenta capital, inversiones en cartera..... | 250 |
| 6.5. Porcentaje de activos financieros en la cartera de los fondos de Pensión..... | 252 |
| 6.6. Evolución del número de entidades financieras..... | 255 |
| 6.7. Participación de la banca extranjera en los activos bancarios de Latinoamérica..... | 255 |
| 6.8. Crédito bancario al sector privado (% del PIB) Promedios simples entre 1990-1997..... | 257 |
| 6.9. Distribución de depósitos de entidades financieras en dólares | 257 |
| 6.10. Capitalización del mercado como porcentaje del PIB..... | 260 |
| 6.11. Número de compañías que cotizan en las bolsas de valores argentinas..... | 260 |
| 6.12. Volumen negociable de acciones..... | 261 |
| 6.13. Financiamiento del sector público por tipo de instrumento..... | 262 |
| 6.14. Colocaciones de títulos públicos, cantidad y volumen emitido..... | 263 |
| 6.15. Monto emitido de títulos por tipo de moneda..... | 264 |
| 6.16. Características de emisión de los Bocones en Dólares Estadounidenses..... | 268 |
| 6.17. Características de emisión de los Bocones en Pesos Argentinos..... | 268 |
| 6.18. Volumen en circulación de títulos globales..... | 270 |
| 6.19. Volumen y tasa de variación de las distintas fuentes de financiamiento..... | 272 |
| 6.20. Evolución de la deuda externa privada..... | 273 |
| 6.21. Endeudamiento externo del SPNF por tipo de fuente de financiación..... | 274 |
| 6.22. Montos autorizados y colocados de ON..... | 275 |
| 6.23. Cantidad y volumen de los Fideicomisos Financieros..... | 278 |
| 6.24. Distribución de títulos por plazo de emisión..... | 290 |
| 6.25. Vida Promedio de los títulos públicos..... | 291 |
| 6.26. Plazo promedio de los títulos de deuda públicos..... | 292 |
| 6.27. Vencimiento residual de la deuda nueva..... | 293 |
| 6.28. Volumen de títulos en moneda local..... | 294 |
| 6.29. Participación del bonos internos y externos..... | 296 |
| 6.30. Volumen de títulos públicos en el total en circulación | 298 |
| 6.31. Composición de los títulos de deuda por moneda de emisión..... | 299 |
| 6.32. Volumen en circulación de títulos públicos..... | 300 |
| 6.33. Variación del volumen en circulación de los bonos públicos..... | 302 |
| 6.34. Porcentaje de títulos en moneda local y en moneda externa..... | 302 |
| 6.35. Distribución de los títulos públicos por tipo de cupón..... | 303 |
| 6.36. Proporción de títulos con cupón fijo y variable en el total de las emisiones..... | 305 |
| 6.37. Comparación de las tasas de interés implícitas..... | 306 |
| 6.38. Características de emisión de los Boden 2014..... | 309 |
| 6.39. Monto en circulación de los Boden 2014..... | 310 |
| 6.40. Cotizaciones y precios de emisión de los Boden 2014..... | 312 |
| 6.41. Características de emisión de los Boden 2014 y los PREg..... | 314 |
| 6.42. Emisiones de los Boden 2012 en el 2005..... | 317 |

| | |
|---|-----|
| 6.43. Licitación pública de los Boden 2012 en el 2005..... | 318 |
| 6.44. Colocación directa de los Boden 2012 en el 2006..... | 319 |
| 6.45. Volumen en circulación de Boden 2012..... | 320 |
| 6.46. Relación entre el precio de emisión y el precio en el mercado secundario..... | 322 |
| 6.47. Relación entre el precio de emisión y el precio en el mercado secundario (2006)..... | 323 |
| 6.48. Emisiones de los Boden 2015 años 2006-2007..... | 326 |
| 6.49. Valor nominal actualizado en circulación de los Bonar..... | 329 |
| 6.50. Condiciones de emisión de los Bonar V..... | 330 |
| 6.51. Relación entre el precio de emisión y el precio en el mercado secundario..... | 332 |
| 6.52. Emisiones de los Bonar VII años 2006-2007..... | 334 |
| 6.53. Emisiones de los Bonar X en el año 2007..... | 336 |
| 6.54. Precios del Bonar X en el mercado primario y secundario..... | 337 |
| 6.55. Emisiones de los Bonar ARG \$ V en el año 2007..... | 339 |
| 6.56. Vencimiento promedio por tipo de título..... | 360 |
| 6.57. Evolución y proyecciones del balance del sector público y el comercial..... | 366 |
| 6.58. Principales estimaciones de la variación del IPC anualizadas..... | 369 |

Índice de gráficos

Capítulo 2

| | |
|---|----|
| 2.1. Evolución de variables del sistema financiero con respecto al PIB de los países desarrollados..... | 26 |
| 2.2. Evolución de variables del sistema financiero con respecto al PIB de los países emergentes..... | 26 |
| 2.3. Evolución de variables del sistema financiero con respecto al PIB de los países Latinoamericanos..... | 27 |
| 2.4. Títulos emitidos en el mercado doméstico..... | 35 |
| 2.5. Volumen en circulación de títulos privados en el mercado doméstico..... | 36 |
| 2.6. Número de empresas que cotizan en bolsas domésticas en relación al PIB..... | 40 |
| 2.7. Evolución de los costos indirectos y los márgenes bancarios (Latinoamérica, LA y los Países desarrollados, PD)..... | 44 |
| 2.8. Evolución de los costos indirectos y los márgenes bancarios (Latinoamérica, LA y los Países de Este Asiático, Asia)..... | 44 |

Capítulo 3

Alemania

| | |
|--|----|
| 3.1. Volumen de títulos de deuda en circulación por tipo de emisor..... | 51 |
| 3.2. Evolución de las emisiones domésticas de empresas no financieras..... | 58 |
| 3.3. Volumen en circulación de Mortgage y Public Pfandbrief..... | 61 |

España

| | |
|---|----|
| 3.4. Volumen de títulos de deuda en circulación por tipo de emisor..... | 63 |
| 3.5. Volumen de títulos privados en circulación en el mercado doméstico..... | 69 |
| 3.6. Evolución de las emisiones de instituciones financieras..... | 71 |
| 3.7. Emisiones brutas por tipo de instrumento..... | 73 |
| 3.8. Distribución de los saldos vivos de títulos privados de renta fija en las Bolsas de Valores..... | 77 |

Estados Unidos

| | |
|---|----|
| 3.9. Volumen de títulos de deuda en circulación por tipo de emisor..... | 78 |
| 3.10. Volumen en circulación de los títulos emitidos por el Tesoro..... | 82 |

Japón

| | |
|--|-----|
| 3.11. Volumen de títulos de deuda en circulación por tipo de emisor..... | 95 |
| 3.12. Volumen en circulación de JGB a Medio Plazo..... | 98 |
| 3.13. Volumen en circulación de títulos semipúblicos..... | 100 |
| 3.14. Volumen en circulación de títulos privados..... | 105 |

Reino Unido

| | |
|---|-----|
| 3.15. Volumen de títulos de deuda en circulación por tipo de emisor..... | 107 |
| 3.16. Volumen en circulación de las T-Bills..... | 111 |
| 3.17. Volumen en circulación de Index Linked Gilts..... | 112 |
| 3.18. Volumen en circulación de emisiones de instituciones financieras..... | 115 |

Capítulo 4

Argentina

| | |
|---|-----|
| 4.1. Volumen de títulos de deuda en circulación por tipo de emisor..... | 124 |
| 4.2. Volumen negociado de Cheques de Pago Diferido..... | 138 |
| 4.3. Volumen en circulación de títulos privados..... | 139 |

Brasil

| | |
|--|-----|
| 4.4. Volumen de títulos en circulación por tipo de emisor..... | 144 |
| 4.5. Volumen en circulación de títulos del Tesoro Nacional..... | 150 |
| 4.6. Stock en circulación de NTN por tipo de serie..... | 152 |
| 4.7. Volumen en circulación de títulos de deuda externa..... | 155 |
| 4.8. Volumen en circulación de títulos privados..... | 158 |
| 4.9. Volumen en circulación de los CDBs por tipo de tasa de emisión..... | 159 |

Chile

| | |
|---|-----|
| 4.10. Volumen de títulos en circulación por tipo de emisor..... | 163 |
| 4.11. Volumen en circulación de títulos emitidos por el Banco Central de Chile..... | 167 |
| 4.12. Deuda externa bruta por tipo de emisor..... | 173 |
| 4.13. Participación de los diferentes títulos en el mercado privado..... | 175 |

México

| | |
|---|-----|
| 4.14. Volumen de títulos de deuda en circulación por tipo de emisor..... | 180 |
| 4.15. Evolución de los títulos emitidos por el Gobierno y el Banco Central..... | 184 |
| 4.16. Volumen en circulación en los mercados internacionales de títulos públicos..... | 188 |
| 4.17. Volumen en circulación de los títulos de renta fija privados..... | 189 |
| 4.18. Evolución de los montos en circulación de Certificados Bursátiles..... | 192 |

Capítulo 5

| | |
|--|-----|
| 5.1. Volumen en circulación de títulos de renta fija..... | 197 |
| 5.2. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos por tipo de emisor..... | 199 |
| 5.3. Evolución de las emisiones de instituciones financieras..... | 200 |
| 5.4. Distribución de las emisiones por plazo de vencimiento..... | 200 |
| 5.5. Distribución de títulos por tipo de cupón..... | 201 |
| 5.6. Volumen en circulación de títulos de renta fija de los países de América Latina y el Caribe..... | 205 |
| 5.7. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos por tipo de emisor..... | 206 |
| 5.8. Distribución por plazos de emisión..... | 207 |
| 5.9. Distribución de emisiones por tipo de cupón..... | 209 |
| 5.10. Distribución de emisiones por tipo de amortización del capital..... | 210 |
| 5.11. Distribución por plazos de vencimiento en relación al ajuste del capital..... | 211 |
| 5.12. Distribución de títulos por plazo y moneda de emisión..... | 213 |
| 5.13. Emisiones con amortización al vencimiento en relación al plazo de emisión..... | 214 |
| 5.14. Distribución por tipo de cupón y moneda de emisión..... | 215 |
| 5.15. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos por tipo de emisor..... | 220 |
| 5.16. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos plazo de emisión..... | 221 |
| 5.17. Distribución por tipo de cupón de los bonos emitidos por los países..... | 223 |
| 5.18. Distribución de títulos públicos por moneda de emisión..... | 225 |
| 5.19. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos por tipo de emisor..... | 226 |
| 5.20. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos según el plazo de emisión..... | 227 |
| 5.21. Distribución por tipo de cupón de los bonos emitidos por los países..... | 228 |
| 5.22. Evolución del volumen en circulación de los principales títulos brasileños..... | 229 |
| 5.23. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos por tipo de emisor..... | 231 |
| 5.24. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos plazo de emisión..... | 231 |
| 5.25. Distribución de los títulos por tipo de cupón..... | 232 |
| 5.26. Distribución de títulos por tipo de amortización..... | 233 |
| 5.27. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos por tipo de emisor..... | 234 |

| | |
|--|-----|
| 5.28. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos plazo de emisión..... | 235 |
| 5.29. Distribución de los títulos por tipo de cupón..... | 235 |

Capítulo 6

| | |
|--|-----|
| 6.1. Tasas de crecimiento del PIB..... | 244 |
| 6.2. Inversión Bruta Interna Fija Pública y Privada..... | 244 |
| 6.3. Saldo de la cuenta capital y financiera de la balanza de pago..... | 246 |
| 6.4. Estimación de la posición de la Inversión internacional: Ingresos netos..... | 248 |
| 6.5. Volumen negociado de Acciones y Títulos Públicos..... | 249 |
| 6.6. Inversiones de las AFJP durante los '90..... | 252 |
| 6.7. Volumen de depósitos y préstamos..... | 256 |
| 6.8. Préstamos de las entidades financieras..... | 258 |
| 6.9. Evolución del Merval durante los '90..... | 259 |
| 6.10. Volumen en circulación del Letes (1994-2000)..... | 265 |
| 6.11. Evolución de las emisiones de Euroletras..... | 266 |
| 6.12. Distribución de Euroletras por tipo de moneda..... | 267 |
| 6.13. Evolución del endeudamiento doméstico y externo..... | 271 |
| 6.14. Montos autorizados por la CNV de ON para PYMES..... | 277 |
| 6.15. Volumen autorizado de emisiones de Fideicomisos Financieros y Obligaciones Negociables..... | 278 |
| 6.16. Volumen de títulos públicos en relación a su vencimiento residual..... | 295 |
| 6.17. Deuda nueva en circulación por tipo de cupón y moneda de emisión..... | 304 |
| 6.18. Volumen negociado de los Boden 2014..... | 311 |
| 6.19. Evolución de los precios entre el 2005-2008..... | 313 |
| 6.20. Precios del Boden 2014 en el 2007..... | 315 |
| 6.21. Volumen de negociación | 321 |
| 6.22. Evolución de los precios del Boden 2012 y de la tasa Libor..... | 323 |
| 6.23. Volumen negociado..... | 327 |
| 6.24. Evolución de los precios del Boden 2015 durante el 2006..... | 328 |
| 6.25. Evolución de los precios del Boden 2015 durante el 2007..... | 328 |
| 6.26. Rendimiento de los Bonar V y evolución del riesgo país..... | 330 |
| 6.27. Volumen negociado (MAE+BCBA)..... | 331 |
| 6.28. Evolución de los precios del Bonar V en el 2006..... | 332 |
| 6.29. Evolución de los precios del Bonar V en el 2007..... | 333 |
| 6.30. Evolución de los precios del Bonar V y VII en el 2006-2007..... | 335 |
| 6.31. Evolución de los precios del Bonar VII..... | 335 |
| 6.32. Evolución de los precios en el mercado secundario..... | 337 |
| 6.33. Volumen negociado de Bonar V y ARG V..... | 340 |
| 6.34. Precios de los Bonar ARG V..... | 340 |
| 6.35. Variación del riesgo país y del rendimiento de emisión de los Boden 2012 | 354 |
| 6.36. Evolución del riesgo país de los países latinoamericanos..... | 355 |
| 6.37. Volumen en circulación de bonos públicos por moneda de emisión..... | 363 |
| 6.38. Variación del PIB anual (%)..... | 366 |

Capítulo 1

Introducción

1.1. Introducción y Motivaciones

En los últimos años, la sucesión de crisis financieras en los mercados emergentes ha dado lugar al surgimiento de una gran cantidad de literatura que analiza los determinantes de este tipo de crisis.

La vulnerabilidad financiera de las economías emergentes ante perturbaciones internas y externas, es uno de los aspectos que se señalan como claves para explicar el surgimiento de las crisis, así como los mecanismos por los cuales se propagan estas crisis financieras hacia otras economías de similar grado de desarrollo. Varios autores han estudiado el origen de la vulnerabilidad financiera de una economía, y muchos de ellos llegan a la conclusión de que la estructura de emisión de los títulos de deuda pública está íntimamente relacionada con el grado de vulnerabilidad financiera de una economía. A partir de aquí, se desarrollaron una serie de trabajos que afirman que, cuando se observa malestar en el mercado, existen títulos cuyas características de emisión provocan variaciones inesperadas, y llevan a aumentar el riesgo de *default* del gobierno.

La relación que existe entre el desarrollo del mercado financiero y el crecimiento económico es prácticamente indiscutible, si bien existen diferentes puntos de vista en relación a la causalidad de esta relación, así como de las variables que se utilizan para medir el desarrollo financiero de una economía, varios autores han comprobado que estas dos variables se relacionan positivamente. Si suponemos que el desarrollo del mercado financiero lleva a una mayor tasa de crecimiento de la economía, es necesario analizar la composición del mercado financiero, para poder incentivar su desarrollo. El mercado de renta fija es uno de los componentes del sistema financiero, y en la mayoría de las economías emergentes este mercado está dominado por el sector público. Este razonamiento nos lleva a preguntarnos que significa tener un mercado desarrollado de títulos de renta fija, y como llegamos a ello. Esta pregunta ha sido objeto de estudio de una parte muy importante de la literatura económica, sobre todo, para el segmento de emisiones públicas.

Según Turner (2002), un mercado financiero completo, genera tipos de interés que reflejan el verdadero costo de oportunidad del dinero para cada plazo, lo cual afecta directamente las decisiones de inversión y financiación. Además, el desarrollo del mercado de renta fija disminuye la dependencia de las decisiones de ahorro y de inversión de la intermediación bancaria, lo cual disminuye la vulnerabilidad de la economía ante un desequilibrio en el sector bancario.

El funcionamiento eficiente del mercado de emisiones públicas, permite una transmisión adecuada de la política monetaria que planifica el gobierno, además de poder financiar déficit fiscales sin aumentar la inflación ni asumir, en algunos casos, riesgos cambiarios. Por otro lado, la emisión de títulos públicos permite al gobierno aumentar la capacidad de financiamiento para realizar inversiones en capital físico y humano, y puede ser de mucha utilidad cuando el objetivo del gobierno es disminuir el impacto sobre las variables macroeconómicas en períodos en los cuales la economía está deprimida.

Nuestro trabajo se centra en la comparación de estructuras de emisión de títulos de renta fija, y por su volumen, y su importancia dentro de este mercado, se analiza específicamente el mercado de títulos públicos. Por ello, uno de los motivos por los cuales estudiamos este segmento del mercado de renta fija, es que, además de que los títulos públicos son una componente muy importante de las fuentes de financiación del gobierno y, forman parte de los

instrumentos de política económica, pueden ser el origen o la consecuencia del aumento de la vulnerabilidad financiera de una economía.

Las diferentes estructuras de los títulos de renta fija públicos dependen en parte de la dimensión de la economía y su grado de desarrollo. Un mercado en el cual la mayoría de activos de renta fija se emiten con cupón fijo, en moneda local y con elevados plazos de vencimiento, se considera un mercado más desarrollado y más estable. Este tipo de estructura de emisión de activos con características estándares es la que generalmente se encuentra en las economías más desarrolladas.

A diferencia de estos países, en las economías emergentes podemos encontrar estructuras de emisión de títulos muy heterogéneas, las cuales están relacionadas con cuestiones tanto políticas como económicas. Los inconvenientes que presentan estas economías para aumentar la confianza de los inversores en sus mercados financieros, limitan la posibilidad de estandarización de los instrumentos de renta fija, lo cual impiden la mejora de su calidad, provocando un sistema financiero más vulnerable ante perturbaciones internas y ante cambios en las condiciones de los mercados internacionales. Sin embargo, no todas las economías emergentes presentan el mismo grado de desarrollo del mercado de renta fija, como veremos a lo largo de este trabajo.

Entre las características de emisión de los títulos que más se relacionan con el aumento de la fragilidad de la economía, se encuentran: el plazo de vencimiento y la moneda de emisión. En relación al plazo de vencimiento, una gran proporción de pasivos a corto plazo son más vulnerables a cambios inesperados de los flujos de capital, lo que puede ser una de las causas de que aparezcan de crisis de liquidez (Alesina, Prati y Tabellini, 1990; Sachs, Tornell y Velasco, 1996; Rodrik y Velasco 1999; Allen et al 2002; Claessens, Klingebiel y Schmukler, 2007).

En relación a la moneda de emisión, una proporción muy elevada de pasivos en moneda externa, expone a la economía a mayores riesgos, como el riesgo de tipo de cambio. Por otro lado, el aumento de los títulos emitidos en moneda externa, reduce la dimensión de las políticas económicas que puede aplicar el gobierno para aliviar los impactos de la crisis (Jeanne, 2000; Hausmann y Panizza 2003; FMI, 2004; Claessens, Klingebiel y Schmukler, 2007). Además de las características de emisión mencionadas, existen otras características que se relacionan con el grado de vulnerabilidad de una economía, entre ellas se encuentran: el tipo de cupón, la indexación del capital, la forma de amortizar el capital, etc., que explicaremos a lo largo del trabajo.

En cuanto al país en el que se basa nuestra investigación, son varias las razones que nos llevan a centrar nuestro análisis en el mercado argentino. En primer lugar, Argentina es un claro ejemplo de cómo respondió el mercado con una economía dolarizada, ante las diferentes crisis financieras que se desarrollaron en los países emergentes alrededor del mundo, sus efectos y su grado de contagio hacia otras economías emergentes. Por otro lado, pertenece a una región, Latinoamérica, en la cual se desataron una sucesión de crisis financieras, cuya frecuencia es difícil de encontrar en otras regiones, (México, Brasil, Argentina y Uruguay). Sin embargo, la razón principal es que este país sufrió una de las principales crisis económicas de su historia, dejando el sistema financiero devastado. Por ello es un ejemplo de cómo un país supera una crisis tan importante, y que tipo de consecuencias tanto económicas como políticas, aun se sienten en la actualidad.

Es importante destacar que el hecho de que la autora de esta tesis proceda del país objeto de estudio, ofrece una ventaja en términos de conocimientos previos de las cuestiones políticas y económicas de Argentina. Por otro lado, existe una motivación personal que tiene que ver con

el aporte de esta tesis, ya que el análisis del mercado de renta fija, así como las conclusiones que extraemos del mismo, pueden ser útiles a la hora de intentar mejorar este mercado, y de esta forma, proponer una línea de investigación que se centre en la mejora del sistema financiero en su conjunto.

1.2. Objetivos de la tesis

El objetivo de nuestro trabajo es analizar la evolución del mercado de renta fija argentino, lo cual se realizará desde dos perspectivas: a partir un análisis interno, y a partir de un análisis comparativo.

El análisis interno comprende dos etapas marcando como limite la crisis del 2001. En la primera etapa se describe la evolución del mercado a partir de lo que podemos llamar el nacimiento del mercado de renta fija. La segunda etapa se inicia en el 2005, a partir de la reestructuración de la deuda pública en *default*. Si bien existe un periodo intermedio, que comprende desde el 2001 hasta la finalización del canje de deuda, no lo tenemos en cuenta ya que no se realizaron emisiones en el mercado de capitales.

El análisis comparativo se realiza a partir de dos conjuntos de datos bien diferenciados. En primer lugar, a través de la descripción del mercado de renta fija en cada uno de los países seleccionados en el año 2006, para lo cual utilizamos como punto de partida las principales diferencias y similitudes en cuanto a la estructura de los títulos públicos y su relación con el grado de desarrollo de la economía. El objetivo de la comparación es observar como un mercado funciona bien, describiendo algunos ejemplos de países desarrollados, y en que aspectos el mercado debería mejorar, analizando otras economías emergentes que, teniendo características estructurales similares a la de argentina, están logrando disminuir el riesgo de vulnerabilidad financiera. En segundo lugar, utilizamos el subconjunto de datos de los mercados emergentes, para comparar su evolución con respecto al mercado argentino. El período que utilizamos para esta descripción es, desde la reestructuración de la deuda hasta el 2007, es decir, el período en el cual Argentina regresa al mercado voluntario de capitales.

Para lograr este objetivo principal se plantearon objetivos intermedios:

- Describir y analizar la estructura del mercado de renta fija de los países desarrollados
- Describir la estructura de los títulos de renta fija de los principales países latinoamericanos
- Dentro del mercado de renta fija, seleccionar el segmento de la emisión de títulos públicos y describir las principales diferencias y similitudes de los mercados desarrollados.
- Comparar la estructura de emisión de títulos públicos de los mercados latinoamericanos.
- Comparar la estructura de emisión de los títulos públicos emitidos por países desarrollados y mercados emergentes, que en este caso corresponden a los países latinoamericanos

- Analizar la evolución del sistema financiero de Argentina a partir de 1990, y dentro del sistema financiero, el sector bancario, el mercado bursátil y el mercado de títulos de deuda
- Describir la estructura de los títulos de deuda que el gobierno argentino emitió a partir del 2005
- Analizar su evolución en el mercado primario y secundario
- Comparar esta evolución con la evolución de los mercados latinoamericanos anteriormente seleccionados
- Presentar los resultados de ese análisis, el estado del mercado de renta fija de Argentina y analizar las posibles soluciones en relación a las políticas aplicadas en otros países.

1.3. Metodología

En nuestro trabajo se emplea una gran cantidad de datos, ya que es necesario un análisis descriptivo y comparativo. Estos datos son la base de nuestro trabajo, ya que a partir de datos de fuentes secundarias se analiza tanto la evolución interna del mercado como las comparaciones entre los diferentes países.

Describir y homogeneizar cada uno de los datos para poder comparar la estructura de los títulos de renta fija, no fue tarea fácil. La recolección y recopilación de datos exigió tomar determinadas decisiones a lo largo del trabajo que exponemos a continuación.

1.3.1. Principales fuentes estadísticas

Como mencionamos anteriormente, los datos que utilizamos en esta tesis, corresponden a fuentes secundarias. Podemos distinguir las fuentes de información en dos: organismos oficiales y entidades privadas correspondientes a cada país, y organismos internacionales. La información de las fuentes estadísticas se encuentra en la Webgrafía de la tesis. Sin embargo, creemos necesario presentar las principales fuentes secundarias que utilizamos para la realización de la tesis, la cuales se describen en el cuadro 1.1.

1.3.2. La elección de los países a estudiar

En el primer capítulo de esta tesis se realiza una revisión bibliográfica de la relación que existe entre desarrollo del sistema financiero y crecimiento económico, en la cual se destaca el papel que cumple en la economía el mercado de capitales, y dentro de él, el mercado de renta fija.

Cuadro 1.1. Principales fuentes estadísticas utilizadas

| | |
|--|--|
| Organismos oficiales y entidades de estadísticas privadas | <ul style="list-style-type: none"> • Gobierno Central • Banco Central • Ministerio de Economía • Insituto de Estadísticas • Mercado Secundario y Bolsa de Valores • Asociaciones de Brokers y Dealers |
| Organismos Internacionales | |
| <i>Fondo Internacional</i> | <ul style="list-style-type: none"> • International Financial Statistics (IFS) • IMF Financial Data • IMF's Financial Resources and Liquidity Position, |
| <i>Banco Mundial</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Worldo development Indicators • International Comparison Program • Quarterly External Debt Statistics • Joint External Debt Hub (JEDH) • Global Development Finance Online (GDF) |
| <i>Banco Internacional de Pagos</i> | <ul style="list-style-type: none"> • banking statistics • securities statistics • effective exchange rates • foreign exchange statistics • external debt statistics • payment statistics |
| <i>Banco Central Europeo</i> | <ul style="list-style-type: none"> • ECB Statistics Quality Framework • ESCB public commitment |
| <i>CEPAL</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Anuario estadístico de América Latina y el Caribe 1997 |
| <i>OECD</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Financial Market Trenes • Investment Newsletter |

En este capítulo, se observa la evolución de las variables más importantes de la economía entre el 2001 y el 2006. Como el objetivo en este capítulo es distinguir el comportamiento de las variables por grupo de países, se distinguen, en primer lugar, entre países desarrollados y países emergentes.

Cuando hablamos de países emergentes, nos basamos en la distribución por regiones del Global Financial Report correspondiente al Fondo Monetario Internacional, y consideramos cuatro grupos: el Asia del Este y Pacífico, América Latina, África y Europa emergente. Pero en determinadas circunstancias, África no se tiene en cuenta, ya que distorsiona los datos a nivel agregado por el bajo grado de desarrollo que presenta este mercado.

A partir de aquí se describe la estructura financiera de América Latina en comparación con la del Este Asiático, en donde debemos optar que países incluimos dentro de cada grupo de países. El criterio que seguimos es únicamente la disponibilidad de datos en las diferentes

bases de datos internacionales. En este apartado, utilizamos principalmente, el Global Financial Report y la base de datos del Banco de Pagos Internacional (BIS).

En el capítulo 2 se presenta la descripción de la estructura actual de los títulos de renta fija para los países desarrollados. Para ello se seleccionaron cinco países: Alemania, España, Estados Unidos, Japón y Reino Unido, cuyo criterio de elección, principalmente, es el volumen de títulos en circulación en el mercado de renta fija. Japón, Estados Unidos, Alemania y Reino Unido, son los mercados más grandes del mundo. Consideramos a España dentro de este grupo, ya que es uno de los mercados más grande de Europa, pero además, es uno de de los países cuyo mercado de renta fija tiene características muy homogéneas, por estar la investigación físicamente situada en esta país, y por la proximidad en términos comerciales de este país con Argentina.

En el capítulo 3 se realiza una descripción de la estructura de los principales mercados de América Latina. Los países que se seleccionaron fueron: Argentina, Brasil, México y Chile. La selección de estos países se realiza por varios motivos. Argentina es el mercado en el que centramos nuestro estudio, Brasil y México son los mercados de renta fija más grandes de esta región y Chile, por su parte, es uno de los mercados cuyas características se acercan a los mercados desarrollados.

Otra cuestión muy importante, teniendo en cuenta el objetivo de nuestra tesis, es que la evolución que tuvieron estos países se consideran como ejemplos a seguir para otras economías en relación a la disminución de la vulnerabilidad de la economía.

La disponibilidad de datos para los objetivos de este análisis también es uno de los aspectos que se tiene en cuenta.

1.3.3. Los activos financieros de renta fija

Los activos de renta fija son instrumentos financieros emitidos por una empresa o institución pública, que representan un préstamo que la entidad recibe de los inversores (CNMV). Tradicionalmente, los activos de renta fija pagaban intereses establecidos en forma precisa desde la fecha de emisión hasta el vencimiento. En la actualidad, existen emisiones a tasas variables, como por ejemplo, referenciadas a una determinada tasa de interés, con lo cual, el término renta fija puede resultar engañoso (Mascareñas, 2002).

Los activos de renta fija representan una deuda para el emisor, y un derecho a recibir determinados ingresos para el tenedor. La emisión de un activo de renta fija supone el conocimiento de una serie de condiciones como el valor nominal, el plazo de vencimiento, los cupones, etc. En primer lugar describimos cada una de estas condiciones o características de emisión, ya que, dependiendo de las mismas se clasifican los títulos que existen en el mercado. Debemos aclarar que existen algunas características que se presentan solo para las emisiones públicas o solo para las emisiones privadas.

Una de ellas es la frecuencia de emisión, que en general se presenta solo cuando los títulos son emitidos por el sector público. La frecuencia de emisión es la cantidad de veces que se

emite el título en un año. El valor nominal de un título es el que se estipula en una emisión de deuda como principal, sobre el cual se calculan los intereses que se pagaran posteriormente, ya sean implícitos o explícitos (Mochon et al; 1995). El principal puede ser fijo o puede variar por ejemplo, si se indexa por la tasa de inflación de la economía. Los títulos con rendimiento implícito se denominan títulos al descuento, y los títulos con rendimiento explícito se denominan títulos con cupones.

Los cupones de un título son los pagos intermedios que el emisor se compromete a realizar. Los activos de renta fija pueden o no tener cupones, y en el caso que tengan, se pueden pagar periódicamente o al vencimiento del título. Además, la tasa cupón, es decir, el tipo de interés que se le aplica al nominal, puede ser fijo o variable.

Cuando se emite un título de renta fija que paga cupones periódicos, se fija la frecuencia de pago del cupón. En el mercado existen básicamente dos modelos de pago de cupones: con frecuencia anual o semestral, aunque también existen títulos que pagan cupones mensuales o trimestrales. La fecha de vencimiento es el momento a partir del cual el inversor no tiene derecho de recibir pagos ni de cupones ni de capital (Mascareñas, 2002). Si bien la gran mayoría de los títulos tienen fecha de vencimiento, existen en el mercado algunos bonos perpetuos, es decir, que no tienen vencimiento¹. A su vez, la amortización supone la devolución de la deuda, lo cual puede realizarse en un solo pago al vencimiento del título o en cuotas periódicas a lo largo de la vida del título.

1.3.4. Clasificación de los activos de renta fija

Existe una gran variedad de activos de renta fija, además de una amplia gama de clasificaciones dependiendo del organismo emisor, las características de emisión, el proceso de emisión y negociación, etc. A continuación se explican las distintas clasificaciones de los activos de renta fija, con el objetivo de describir como se realizó la recopilación de datos y como homogeneizamos los mismos teniendo en cuenta el objetivo de nuestro trabajo.

1.3.4.1. Dependiendo del organismo emisor

En relación a la entidad emisora, los títulos se dividen en públicos y privados. Las emisiones públicas son aquellas que emite el gobierno de un país, los organismos descentralizados y las empresas que son propiedad del gobierno.

Las emisiones privadas son aquellas emitidas por entidades del sector privado, en general se dividen en emisiones de entidades financieras y emisiones corporativas que son aquellas que emiten las empresas no financieras.

Este punto es importante, nosotros decidimos realizar una distinción más, y diferenciamos los activos públicos de renta fija dependiendo el tipo de emisor en tres: títulos que emite el

¹ Este es el caso de los *Undated Bonds* en Inglaterra.

gobierno central con el objetivo de obtener financiamiento, títulos que emite el Banco Central con fines de política monetaria, y títulos emitidos por organismos descentralizados como las provincias, organismos semipúblicos y empresas publicas.

Si bien nuestro análisis se centra en los títulos que emite el gobierno central con el objetivo de obtener financiamiento, en los capítulos 2 y 3 se incluyen en la descripción los títulos emitidos por el Banco Central con fines de política monetaria, para tener una visión amplia del mercado de activos públicos de renta fija.

En el capítulo 5, sin embargo, solo nos proponemos analizar los títulos del gobierno central. Esta decisión se tomó a partir de que el objetivo de nuestra análisis es estudiar los problemas que tiene el gobierno argentino para obtener financiamiento, y la reacción por parte del mercado ante esta incapacidad, lo cual deja fuera las emisiones del Banco Central (excepto el mercado chileno, en el cual el Banco Central actúa como agente emisor de deuda del gobierno central). Además, para realizar un análisis comparativo, es necesario contar con títulos que tengan características de riesgo similar.

1.3.4.2. Dependiendo del mercado en el cual se emiten los títulos

Los activos de renta fija dependiendo del mercado en el cual se emiten se dividen en emisiones internas o emisiones internacionales. En este punto existe cierto debate, sobre todo cuando hablamos de que títulos se encuentran dentro de las emisiones internacionales.

Siguiendo a Choudhry (2000), las emisiones internacionales se pueden dividir en tres: emisiones en el mercado de eurobonos, emisiones extranjeras y emisiones globales. Las emisiones en el mercado de eurobonos son títulos emitidos por estados o grandes empresas que tienen una serie de características especiales. En primer lugar se emiten en un país distinto al de la moneda de emisión, generalmente por un sindicato de bancos internacionales y en forma de bonos al portador. Las emisiones extranjeras son títulos emitidos en un país extranjero en la moneda local de este país, y las emisiones globales son aquellas que se emiten simultáneamente en el mercado de eurobonos y en mercados extranjeros.

Según Kulfas y Schorr (2007) existen diferentes criterios para definir la deuda externa: dependiendo de la moneda de emisión, de la residencia del comprador en el mercado primario, o de si el comprador de un título en el mercado secundario es residente o no residente. Cualquiera de los conceptos que tomemos para definir deuda externa tiene sus ventajas y sus desventajas. Si definimos deuda externa por el criterio de la moneda de emisión, nos surge el problema de que existe deuda en moneda externa que se encuentra en manos de residentes, con lo cual no se podría considerar como deuda externa. La deuda externa definida en relación al comprador primario también tiene sus problemas ya que en el mercado secundario se intercambian los títulos entre residentes y no residentes, lo cual es difícil de contabilizar. Lo mismo sucede con el criterio de definir los tenedores en el mercado secundario.

En este trabajo las fuentes de información corresponden a base de datos de organismos internacionales (BIS, FMI, Banco Mundial, etc) y datos que obtenemos directamente de los organismos oficiales de cada uno de los países, y de sus mercados. Para realizar las

comparaciones entre mercados, es necesario homogeneizar los datos, ya que tanto las bases de datos de organismos internacionales como las del propio país se consideran imprescindibles para nuestro análisis. Dependiendo del mercado en donde se emite, la consideramos de dos maneras diferentes: una es la definición del BIS, y la otra es el criterio de la moneda de emisión.

El Bank of International Settlement (BIS) define a las emisiones internacionales o externas como aquellas que están denominadas en moneda externa, o que se emiten en mercados fuera del país, o aquellas en moneda local pero destinadas a inversores externos. Las emisiones domésticas para el BIS son aquellas emitidas en el mercado interno, en moneda doméstica y destinadas a inversores internos. Por lo que cuando hablemos de emisiones internacionales o externas y emisiones domésticas, estamos considerando este criterio.

Sin embargo, a la hora de utilizar los datos propios de cada país para completar la descripción, nos surgen una serie de inconvenientes. En primer lugar la distinción en cuanto al destino de la emisión. Si bien el destino de la emisión puede ser interna, en el mercado secundario la pueden adquirir inversores extranjeros, información que en general no brindan los mercados de renta fija de cada uno de los países, sobre todo los emergentes.

Por otro lado, al ser uno de nuestros objetivos analizar el riesgo de los títulos de deuda, y una de las características que se utilizan para observarlo es su moneda de emisión, existen ejemplos de emisiones en moneda doméstica en mercados internacionales. Si consideramos la definición del BIS, este título entraría en la categoría de emisiones externas, sin embargo, en su tratamiento con respecto al riesgo que se le asocia, es de una emisión interna, ya que está emitido en moneda local.

A partir de estos problemas, y del hecho de que en cada uno de los países analizados, sobre todo en los emergentes, la distinción entre emisiones domésticas e internacionales son diferentes, y en algunos casos difusas, decidimos realizar una segunda distinción de títulos, en este caso depende únicamente de la moneda de emisión. Para diferenciar de la definición del BIS, en la cual recordemos que se dividían en emisiones internacionales y domésticas, en nuestro trabajo se denominan emisiones en moneda externa y emisiones en moneda local.

1.3.4.3. Dependiendo del plazo de emisión

En primer lugar, en función del plazo de emisión, los activos de renta fija se clasifican en emisiones en el mercado monetario y emisiones en el mercado de capitales. Las emisiones en el mercado monetario son aquellas cuyo plazo de vencimiento es menor a un año². Aquellos títulos cuyo plazo de vencimiento supera el año pertenecen al mercado de capitales. Los títulos que se emiten en el mercado monetario tienen una elevada liquidez y un bajo riesgo, y en general están emitidos al descuento (Mascareñas, 2007). En la literatura financiera en general se habla de corto y largo plazo, en donde el corto plazo corresponde a títulos emitidos con

² En el mercado español, por ejemplo, el plazo de los títulos que se emiten en el mercado monetario se extiende a los 18 meses.

vencimientos menores a un año, y largo plazo se refiere a los títulos que se emiten con plazos de vencimiento mayores al año.

Sin embargo, al ser el plazo del vencimiento del título un factor determinante de su riesgo, no podemos incluir dentro del mismo grupo de títulos aquellos que se emiten con vencimientos de dos años, con aquellos que tienen un vencimiento de cuarenta años. Por lo tanto, creemos necesario distinguir los títulos en tres tipos: corto, medio y largo plazo. Las emisiones menores a un año que corresponden al mercado monetario las denominamos emisiones a corto plazo y las emisiones en el mercado de capitales las dividimos en dos: emisiones entre uno y diez años, que llamamos emisiones a medio plazo, y aquellos títulos que superan los diez años los denominamos emisiones a largo plazo.

Esta distinción, además de ser discutible, no es la única que podemos realizar, pero nos resulta útil a la hora de describir el volumen de títulos por tipo de plazo para los diferentes países, y analizar su riesgo.

1.3.4.4. Dependiendo del rendimiento del título

El rendimiento del título de renta fija puede ser implícito o explícito. Las emisiones con interés implícito que comúnmente se denominan al descuento, son aquellas en las cuales su precio de adquisición en el mercado primario es inferior al importe que recibirá al vencimiento del título, y el rendimiento de estos activos corresponde a la diferencia entre el precio de compra y el valor nominal (Mascareñas, 2002).

Los títulos que tienen rendimiento explícito son aquellos que pagan cupones, ya sea al vencimiento del título, que se denominan títulos con cupón cero, o de forma periódica. Los títulos cupón cero son aquellos que el principal del título y los cupones se pagan al vencimiento del mismo. Por otro lado, los títulos que pagan cupones periódicos se denominan bonos cupón, cuyo tipo puede ser fijo o variable. Las emisiones con tasa cupón fija son aquellas que los cupones son siempre iguales a lo largo de la vida del título. Los títulos con cupón variable son aquellos en que bien la tasa cupón es variable, o el capital es variable. En el primer caso, la tasa cupón en general se encuentra referenciada a un tipo de interés de mercado. En el segundo caso, si bien la tasa cupón puede ser fija, el capital varía a lo largo de la vida del título por ejemplo, por la indexación a la tasa de inflación de la económica, por lo tanto, al igual que el capital, el cupón varía a largo de la vida del título.

En nuestro trabajo, denominamos a los títulos cuya tasa es variable, títulos con tasa cupón variable, y a los títulos cuyo capital esta indexado a una determinada variable, como títulos indexados.

1.3.4.5. Dependiendo del tipo de amortización

Los títulos de renta fija pueden amortizar el capital a través de dos formas: al vencimiento o en cuotas parciales. Los títulos que amortizan el capital al vencimiento y pagan cupones periódicos fijos se denominan bonos americanos, bonos plain vanilla, o bullet (Choudhry, 2003).

Cuando los títulos amortizan el capital en cuotas parciales (sinking fund) se denominan bonos amortizables o bonos con fondo de amortización. Estos títulos tienen como objetivo reducir el riesgo de crédito del emisor, ya que el inversor no debe esperar hasta el vencimiento del título para recuperar la inversión (Reuters, 2002).

1.4. Estructura de la tesis

La tesis se compone de seis capítulos, incluyendo el capítulo 1 en el que se describe la estructuración, que pasamos a detallar a continuación:

CAPÍTULO 2. EL SISTEMA FINANCIERO EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Este capítulo se puede dividir en dos partes. La primera discute la relación que existe entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento de una economía. Se presenta un resumen acerca del debate actual en relación a la existencia del vínculo entre estas dos variables, pero principalmente cual es la causalidad de esta relación. El objetivo de este capítulo es tener una primera idea de la importancia del sistema financiero y de su desarrollo dentro de una economía, así como los mecanismos por los cuales se vinculan ambas variables.

En primer lugar, se realiza un resumen del debate actual acerca de cómo el sistema financiero influye en el crecimiento de una economía y/o viceversa, además de exponer los vínculos principales entre estas dos variables. Además se presenta una discusión sobre las diferentes estructuras del sistema financiero que podemos encontrar en una economía. Esta discusión nos permite tener una idea de la importancia del sistema financiero y de su desarrollo dentro de una economía

En la segunda parte de este trabajo se describe el sistema financiero de los países emergentes, agrupados por regiones. El objetivo de esta descripción es observar las principales diferencias que existen en cuanto al sistema financiero entre las diferentes regiones de países emergentes, haciendo hincapié en los sistemas financieros de Latinoamérica y el Este Asiático. Esta última región de países, es la más desarrollada dentro del conjunto de países emergentes, con lo cual nos es útil para observar las principales diferencias, y presentar el ámbito en el cual va a ser desarrollado nuestro análisis: Latinoamérica

CAPÍTULO 3. ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE LOS TÍTULOS DE RENTA FIJA EN LOS PAÍSES DESARROLLADOS

En este capítulo se realiza una descripción de los países desarrollados que se seleccionaron para realizar el análisis comparativo. A partir de la descripción, se observa una estructura estándar de emisión de títulos públicos, que retomamos en el capítulo 5 para compararla con los mercados Latinoamericanos.

CAPÍTULO 4. ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE LOS TÍTULOS DE RENTA FIJA EN LOS PAÍSES LATINOAMERICANOS

Este capítulo se centra en la descripción de los mercados de renta fija de los países más importante de Latinoamérica, lo cual nos da la primera idea de cómo se estructura el mercado, y las diferencias importantes que encontramos con los países desarrollados.

CAPÍTULO 5. ESTUDIO COMPARATIVO DE LOS MERCADOS DE RENTA FIJA EMITIDOS POR EL SECTOR PÚBLICO

Este capítulo es uno de los más importantes de la tesis, ya que resume la información en relación a las diferentes estructuras de emisión. En primer lugar, se comparan los países desarrollados, llegando a la conclusión de que existe un estándar de emisión, y que los mercados funcionan con títulos con cupón fijo, amortización al vencimiento, denominados en moneda local y, en su mayoría, a medio y largo plazo.

Luego, se realizó un resumen de las conclusiones que extraemos cuando comparamos los mercados emergentes Latinoamericanos, cuya estructura se describe en el capítulo 4. A partir de ello, se observa la gran heterogeneidad que existe entre países de una misma región, lo cual se utiliza como punto de partida, para realizar las comparaciones entre cada uno de ellos. Por otro lado, se observan las estructuras de los títulos públicos de los países emergentes con respecto a la de los países desarrollados, con el objetivo de observar en que medida los países emergentes seleccionados se alejan o se acercan a la estructura de emisión de los principales países desarrollados.

CAPÍTULO 6. LOS PRINCIPALES PROBLEMAS DEL MERCADO DE RENTA FIJA ARGENTINO: SUS POSIBLES SOLUCIONES

Este capítulo se divide en tres partes. En la primera parte, realizamos un resumen de la situación del sistema financiero a lo largo de los '90, enfatizando el comportamiento del mercado de renta fija público y privado. En la segunda parte describimos cuales fueron las características de emisión de los títulos públicos a partir del canje del 2005. Dentro de esta segunda parte se presenta el concepto de calidad de la deuda, y se explica como Argentina vuelve a financiarse a través del mercado de capitales, con el objetivo de analizar, si en este proceso, el gobierno mejora la calidad de la deuda.

En la última parte del capítulo 6 se plantean los inconvenientes principales que encontramos cuando analizamos el mercado de títulos públicos de Argentina, y se consideran los mercados de Brasil, Chile y México cómo ejemplos a seguir en relación a la mejora de la gestión de la

deuda. Para ello se analizan los medios que se utilizaron en estos países para superar los obstáculos que les impedía desarrollar una estructura de la deuda menos vulnerable, así como la posibilidad de aplicación en el mercado argentino.

Capítulo 2

El sistema financiero en las economías emergentes

2.1. Introducción

En la literatura económica actual existe una preocupación muy importante para explicar los efectos que tiene el desarrollo del sistema financiero sobre el crecimiento económico, y el porqué de las diferencias en el desarrollo de los mercados financieros.

Si bien la causalidad entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico ha generado debates entre los economistas, no se puede negar la existencia de una relación entre ambas variables. Así lo demuestran varios autores como Schumpeter (1911), Cameron, et. al. (1967), Gurley y Shaw (1955), Goldsmith (1969), McKinnon (1973) King y Levin (1993a); De Gregorio y Guidotti (1994), Banco Mundial (2001), Levine (2004), entre otros, los cuales han rechazado la idea de que el nexo entre finanzas y crecimiento pueda ser ignorado del proceso de crecimiento económico.

Saber los determinantes del desarrollo del sistema financiero y su influencia sobre el crecimiento económico es muy importante, ya que como así lo argumentan la mayoría de autores, una correlación positiva entre estas dos variables debería ser tomada en cuenta por los policy-makers, para que ellos realicen los esfuerzos necesarios para desarrollar el mercado financiero (Arestis, Luintel y Luintel; 2004). Por otro lado, si se puede considerar que una determinada estructura financiera, basada en bancos o en mercados, aumenta el crecimiento de una economía más que otro, se deberían realizar esfuerzos para beneficiar un sistema u otro.

Los costos de adquirir información y de realizar transacciones generan los incentivos para la creación de los mercados e instituciones financieras. Algunos autores definen un sistema financiero desarrollado cuando el conjunto de instrumentos financieros, mercados e instituciones financieras existentes, mejoran los problemas de información y los costos de transacción (Levine 1997). Cuando el sistema financiero mejora estos costos, está cumpliendo su función primaria dentro de la economía que es la de asignar los recursos en tiempo y espacio, en un ambiente de incertidumbre (Merton y Bodie 1995).

Levine, (1997) desagrega esta función general en cinco funciones básicas, es decir, este autor dice que el sistema financiero: facilita la negociación, cobertura, diversificación y concentración de riesgo (pooling risk); facilita la asignación de recursos, ayuda a monitorear la gestión y el control corporativo, moviliza el ahorro y facilita el intercambio de bienes y servicios. Todas estas funciones afectan variables que están vinculadas directamente con el crecimiento de una economía, como por ejemplo: la tasa de ahorro, las decisiones de inversión, la innovación tecnológica, la tasa de crecimiento a largo plazo, etc. La mayoría de los estudios demuestran que el crecimiento y la profundización financiera están positivamente correlacionados con la tasa de crecimiento de la economía, algunos los relacionan de manera directa, otros sin embargo no encuentran que esta relación se produzca directamente (Aghion, Howitt y Mayer-Foulkens; 2005). Por otro lado, dentro de las causas de las diferencias de desarrollo de los sistemas financieros, se encuentran causas económicas, políticas y legales.

Desde el punto de vista de los análisis empíricos, se pueden observar dos vertientes: una de ellas propone investigar a través de técnicas estadísticas cual es la relación entre desarrollo financiero y crecimiento económico, y cuales son las variables más significativas para explicar

esta relación. Otra vertiente compara los países en los cuales el sistema financiero está basado en bancos, de los basados en el mercado (bank-based vs. market-based), con el objetivo de observar cual de los dos sistemas explica mejor el crecimiento económico.

Existen abundantes estudios tanto teóricos como empíricos que intentan encontrar cual es la relación entre crecimiento y desarrollo del sistema financiero. No pretendemos en nuestro trabajo exponer todas las teorías y estimaciones empíricas que existen en la literatura económica, pero si explicar brevemente algunos de los estudios realizados.

Este apartado se divide en dos. En la primera parte se realiza un resumen del debate actual acerca de cómo el sistema financiero influye en el crecimiento de una economía y/o viceversa, además de exponer los vínculos principales entre estas dos variables, lo cual nos permitirá tener una primera idea de la importancia del sistema financiero y de su desarrollo dentro de una economía. En la segunda parte de este trabajo se expone brevemente algunos de los trabajos que analizan las causas de las diferencias en el grado de desarrollo de la estructura de los sistemas financieros en países con diferente grado de desarrollo económico.

2.2. La relación entre desarrollo del sistema financiero y crecimiento económico

Dentro de los estudios empíricos que intentan encontrar cual es la relación entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico se pueden encontrar numerosos estudios que varían en cuanto a las variables utilizadas para medir esta relación, así como en la dirección de causalidad de la misma.

Uno de los primeros autores que testeó empíricamente la relación entre crecimiento y desarrollo financiero fue Goldsmith (1969). Este autor recopiló de 35 países entre 1860 y 1963 el valor de los activos de los intermediarios financieros, y llegó a la conclusión de que la dimensión de la actividad de intermediación financiera esta positivamente correlacionada con el desarrollo financiero, y luego documentó que esta última variable también esta positivamente correlacionada con el nivel de la actividad económica.

Mas adelante llegaron los trabajos de King y Levine (1993b), quienes examinaron los canales por medio de los cuales el desarrollo del sistema financiero influye sobre el crecimiento del producto, y llegaron a la conclusión de que el nivel de desarrollo financiero predice el crecimiento económico a largo plazo a través de la acumulación de capital y el crecimiento de la productividad.

Rajan y Zingales (1995) realizaron un trabajo a nivel industria en el cual se observa que el desarrollo del sistema financiero provoca el aumento de la tasa de crecimiento. Argumentaron que el desarrollo de la actividad de intermediación financiera y de los mercados, ayuda a superar las fricciones que causan las diferencias entre el precio de la financiación externa e interna. Por lo que la disminución de los costos de la financiación externa facilita el crecimiento de las empresas, además del surgimiento de nuevas firmas.

Carlin y Mayer (2003) encuentran una fuerte relación entre la estructura del sistema financiero, las características de las empresas y el crecimiento industrial en una muestra de 27 industrias de 14 países de la OCDE entre 1970 y 1995.

Atje y Jovanovic (1993) encuentran que existe una relación positiva entre el crecimiento económico y el volumen de negociación del mercado bursátil para un grupo de 40 países entre 1980 y 1988. Levine y Zervos (1998), amplían este estudio incluyendo variables que miden la liquidez del mercado bursátil, su dimensión, volatilidad e integración como medidas del desarrollo del mercado bursátil; y los créditos bancarios como medida de desarrollo del sector bancario. Estos autores concluyen que el desarrollo tanto del mercado bursátil como del sector bancario están positivamente correlacionadas con el crecimiento económico, la acumulación de capital y el crecimiento de la productividad.

Beck, Demirgüç-Kunt y Maksimovic (2005) también realizan un estudio a nivel industria y llegan a la conclusión de que el desarrollo financiero ayuda a eliminar las barreras que tienen las empresas para conseguir financiación, y que las industrias que están compuestas por pequeñas empresas crecen más rápido en países en donde el sistema financiero es más desarrollado, si bien no relacionan directamente estas variables con el crecimiento de la economía. Esta visión concuerda con los trabajos anteriores de Beck, Demirgüç-Kunt, Levine y Maksimovic (2004).

Desde otro punto de vista, se encuentran aquellos trabajos que relacionan el desarrollo financiero y el crecimiento por medio de medidas de tipo legal³. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1997, 1998) argumentan que el origen de la estructura legal de un país puede explicar el desarrollo bancario y del mercado de valores⁴. A los mismos resultados llegaron posteriormente La Porta, López-de-Silanes, y Shleifer (2002), y Himmelberg, Hubbard, Glenn, y Love (2002) incluyendo otras variables como: concentración de la propiedad de las acciones, instituciones legales para valorar a las empresas, estructura de vencimiento de la deuda, acceso a la financiación externa, etc⁵.

La Porta, López-De-Silanes, Shleifer, (2002) encuentran que una elevada propiedad pública de los bancos esta asociada con una disminución del desarrollo bancario, lo cual afecta negativamente al desarrollo financiero y al crecimiento económico.

Hasta aquí describimos aquellos trabajos que encuentran que el desarrollo del sistema financiero afecta el crecimiento de la economía. Sin embargo, Allen, Bartilro y Kowalewski (2006) testean como la estructura y los cambios de la economía real determinan la evolución del sistema financiero de un país, es decir, cambia la relación de causalidad en relación a los trabajos anteriormente mencionados. Estos autores asumen la hipótesis de que el desarrollo económico crea una demanda de diferentes tipos de instrumentos financieros y el sistema

³ Otros autores que investigan como las cuestiones legales afectan el desarrollo del sistema financiero son Beck, Demirgüç-Kunt y Levine (2003b, 2005a), Barth, Caprio y Levine (2001a, 2001b, 2004, 2005), La Porta, Lopez-de-Silanes y Shleifer (2005), entre otros

⁴ El origen legal es una variable que examina los orígenes de las leyes en distintos países. Estos autores distinguen entre aquellos países con orígenes legales de Reino Unido, Francia, Alemania y los países escandinavos. Esta variable es relevante para explicar los derechos de los acreedores, de los accionistas, los derechos de propiedad privada, así como el nivel de desarrollo del sistema bancario y de los mercados financieros.

⁵ Para un análisis de cómo los factores legales influyen en el desarrollo financiero, ver Beck, Demirgüç-Kunt y Levine; (2000). Law and Finance: Why does legal origin matter?.

financiero responde a esta demanda. La consecuencia es el desarrollo de los mercados e instituciones financieras que responden a cambios en la estructura de la economía real.

A modo de conclusión, se puede observar que todos los estudios apuntan a una relación positiva entre desarrollo del sistema financiero y crecimiento económico. Por otro lado, la relación positiva supone que un mayor desarrollo del sistema financiero de un país produce una tasa de crecimiento del producto mayor, y algunos estudios incluso afirman que la presencia de un sistema financiero desarrollado implica tasas futuras de crecimiento del producto. Pero además, existen algunos trabajos que revierten la causalidad de la relación. Por todo ello, el debate acerca de la relación entre crecimiento económico y desarrollo financiero se encuentra inconcluso.

2.3. Sistemas financieros basados en bancos o en mercados

Además del debate acerca de cómo se vincula el desarrollo financiero con el crecimiento económico, muchos autores analizaron si la estructura financiera de los países explica el crecimiento económico. En este sentido se dividen los sistemas financieros en dos tipos: aquellos que están basados en bancos, y aquellos basados en el mercado.

Un sistema financiero basado en bancos se define como aquel en el cual la asignación de recursos financieros se realiza a través de las entidades bancarias. Los sistemas financieros basados en el mercado se consideran aquellos en los cuales la financiación de la economía proviene del mercado de capitales.

Los resultados del debate se pueden agrupar en tres: aquellos que enfatizan el rol positivo de los bancos sobre el desarrollo y crecimiento, marcando a su vez las deficiencias que tiene el mercado de capitales (Gerschenkron 1962; Stiglitz 1985; Singh 1997; Boot, Greenbaum y Thakor, 1993; Bhidé 1993; entre otros); aquellos que consideran que, el buen funcionamiento del mercado de capitales lleva a un mayor crecimiento económico (Boyd y Smith, 1998; Huybens, Smith 1999; Demirguc-Kunt y Levine, 2001; Beck y Levine, 2002); y por último, aquellos autores que llegan a la conclusión de que, para que el sistema financiero tenga una influencia positiva en el crecimiento económico, el sistema bancario y el mercado de capitales deben ser actividades complementarias que mejoran conjuntamente los servicios financieros (Merton y Bodie, 1995; Levine, 1997; Levine y Zervos, 1998; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1997, 1998)).

Este debate, en principio, se ha centrado en la comparación de cuatro países, Alemania y Japón cuyo sistema financiero esta basado en bancos, y Estados Unidos y Reino Unido, cuyo sistema financiero se basa en el mercado de capitales (Rousseau, Watchtel, 1998; Black, Moersch, 1998; Vitols, 2002; Sylla, Wright, 2004, entre otros). Sin embargo, en los últimos años estos estudios ampliaron la cantidad de países para incluir economías con diferentes niveles de desarrollo (Demirguc-Kunt y Levine, 2001; Tadesse, 2002; Arestis, Luintel y Luintel, 2004).

Los autores que se inclinan por propiciar un sistema basado en bancos, parten de los problemas que tiene el mercado en cumplir con las funciones dentro del sistema financiero,

como por ejemplo la adquisición de información sobre las empresas, el poder de los acreedores para ejercer el control corporativo, etc.

Stiglitz (1985) se basa en los problemas de información que tiene un mercado desarrollado, en el sentido de que ello disuade a los inversores individuales a destinar recursos para analizar el comportamiento de las empresas, lo que promueve el comportamiento free-rider de los inversores o intermediarios. Los bancos en cambio, pueden privatizar la información que adquieren de las empresas, lo que refuerza las relaciones a largo plazo entre estas dos instituciones (Gerschenkron, 1962; Boot, Greenbaum y Thakor ,1993). Otra visión que podemos incluir en esta vertiente es aquella que afirma que para tener un mercado de capitales desarrollado es necesario en primer lugar, fortalecer el sistema bancario (Rojas-Suarez y Weisbrod, 1994)

Shleifer y Summers (1988) afirman que la liquidez del mercado de valores puede tener una influencia negativa en la asignación de recursos. A modo de ejemplo estos autores señalan que cuando el mercado es líquido, los accionistas pueden vender sus acciones en cualquier momento, sin ejercer el control corporativo, lo que a veces provocaría una ineficiente asignación de recursos. Además, la liquidez, al disminuir los costos de salida, reduce los incentivos de los accionistas para gestionar cuidadosamente laS empresas (Levine y Schmukler, 2006).

Como conclusión, los autores que están a favor del sistema basado en bancos argumentan que los sistemas basados en el mercado bursátil no resultan eficientes en cuanto a la adquisición de información acerca de las firmas y a la supervisión de los administradores, actividades que los bancos realizan de una mejor manera. Por lo que en algunas circunstancias, los sistemas basados en la banca pueden ofrecer mejores servicios en cuanto al riesgo que los sistemas basados en mercados (Allen y Gale, 1999).

Los autores que se inclinan por el sistema basado en el mercado bursátil argumentan que los sistemas basados en bancos pueden contener intermediarios con una importante influencia sobre las empresas, lo que puede tener efectos negativos en la asignación de recursos y generar la posibilidad de que los bancos se queden con parte de las utilidades futuras esperadas por las empresas, lo que reduciría el incentivo por parte de las mismas para emprender inversiones innovadores y rentables, (Rajan, 1992). Weinstein y Yafeh (1998), a partir de un estudio realizado sobre el sistema financiero de Japón, encuentran que los bancos pueden no ser eficientes en la recolección de información en situaciones nuevas y de incertidumbre que involucren por ejemplo, nuevos productos y procesos.

La línea de investigación que se decanta a favor de los sistemas basados en el mercado, argumenta que los mismos proveen un conjunto más abundante de herramientas de gestión del riesgo que permiten acercar los productos financieros a las preferencias del cliente. Por lo que, a medida que las economías maduran, necesitan un conjunto de herramientas adicional para gestionar el riesgo.

La visión de los autores denominada enfoque de los servicios financieros (Levine, 1997), se basa en que tanto el mercado bursátil como los bancos pueden cumplir de una manera eficiente las funciones del sistema financiero, y ambos pueden contribuir al crecimiento de la economía. Este enfoque afirma que se debe propiciar un mejor funcionamiento de los bancos y

los mercados bursátiles conjuntamente, dejando atrás el debate de un sistema sobre otro (Levine, 2000).

Varios autores opinan que depende de las circunstancias de cada país el hecho de que el desarrollo de un sistema u otro mejore el funcionamiento del sistema financiero en su conjunto. Por ejemplo Cuenin y Busso (2000) argumentan que en un sistema financiero donde los agentes económicos no encuentren mecanismos adecuados para evaluar diferentes proyectos de inversión, los bancos son los que cobran un papel relevante, realizando esta tarea. En cambio, para financiar actividades innovadoras o intensivas en tecnología, en donde la variabilidad de los resultados es mayor, es el mercado de capitales en donde se encuentra una mejor posibilidad de financiamiento. Además se han realizado varios estudios empíricos que corroboran esta teoría. Levine y Zervos (1998) demuestran que una mayor liquidez en el mercado bursátil implica un mayor crecimiento económico, sin tener en cuenta el desarrollo bancario, a su vez demuestran que el desarrollo bancario tiene una relación positiva con el crecimiento de la economía, sin importar la liquidez del mercado bursátil.

Estudios a nivel de firmas como el de Demircug-Kunt y Maksimovic (1998) muestran que una mejora en el mercado bursátil incrementa el uso de las finanzas en el sector bancario en países en desarrollo, y concluyen que tanto el mercado como los bancos deberían actuar en forma complementaria durante el proceso de desarrollo. Borensztein, Eichengreen y Panizza (2006) agregan que los bancos proveen servicios de suscripción para los posibles emisores domésticos, asesorando a los mismos por ejemplo en cuanto a las características de sus ofertas, lo cual constituye un "puente financiero" en el proceso de emisión. Además proveen los canales de distribución de los bonos del gobierno ya que forman una parte importante de la red de primary dealers, ayudando a mejorar la liquidez de los títulos en el mercado secundario. La complementariedad mejora la contabilidad, auditoría y la formación de profesionales más capacitados, pero además, una mayor eficiencia en el mercado de capitales necesita una mayor eficiencia de los servicios bancarios para lograr una mejora en el funcionamiento del sistema de pagos, compensación y gestión de títulos (Bossone y Promisel, 1998).

A esta última corriente se le suma la de aquellos autores que mencionamos anteriormente, y que estudian las bases legales del sistema financiero. Desde este punto de vista, el buen funcionamiento del sistema legal facilita las actividades tanto de los bancos como de los mercados, lo cual mejora la asignación eficiente de los recursos y el crecimiento económico (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny (1997, 1998)). Rajan y Zingales (1998a) encontraron que los sistemas basados en bancos promueven el crecimiento cuando los países tienen sistemas legales pobres, mientras que los países en los cuales su sistema financiero se encuentra en el mercado bursátil tienen bases legales más desarrolladas. Tadesse (2002) encuentra que cuando el sistema financiero se encuentra subdesarrollado, las industrias de economías basadas en bancos crecen más rápido que las industrias de sistemas basados en mercados. Por otro lado, en economías con un sistema financiero desarrollado, las industrias crecen más rápido en sistemas basados en mercados. Es decir que sea mejor un sistema u otro depende del grado de desarrollo del sistema financiero. Rajan y Zingale (2003a) argumentan que los sistemas basados en bancos tienen ventajas comparativas para financiar empresas intensivas en activos fijos. Señalan que estas empresas son típicamente más tradicionales y garantizan sus préstamos con activos físicos. De la misma manera, los sistemas basados en mercados tienen ventajas comparativas para financiar aquellas empresas intensivas en tecnología y activos intangibles.

Allen, Bartirolu y Kowaleski, (2006) encontraron que existe una relación positiva entre la estructura económica y la estructura del sistema financiero a partir de una muestra de 95 países. Parten de clasificar las empresas en dos, las que son intensivas en activos fijos, que se encuentran dentro del sector industrias, y las que son intensivas en investigación y desarrollo, y activos intangibles, que se encuentran dentro del sector servicios. Ellos llegaron a la conclusión que las economías donde el sector industrial es más importante que el sector servicios, tienden a tener un sistema basado en bancos más que en mercados.

A partir de esta breve descripción de la literatura económica en relación al vínculo que existe entre la estructura financiera y el crecimiento económico, podemos decir que hay una tendencia por parte de los autores de considerar que es necesario hacer esfuerzos para desarrollar conjuntamente el sector bancario y el mercado de capitales.

2.4. Los mercados financieros emergentes

Hasta aquí se propuso describir de manera sencilla la actualidad de la literatura económica que relaciona desarrollo del sistema financiero y crecimiento económico. Este análisis nos brinda una visión muy resumida de las causas del desarrollo del sistema financiero, pero no podemos sacar conclusiones en relación a la pregunta del porque los países emergentes tienen sistemas financieros subdesarrollados, o cual es la causa.

A partir de los estudios realizados sobre el tema, pudimos observar que pocos autores relacionaban el nivel de desarrollo del sistema financiero con el grado de desarrollo de una economía, incluso en algunos se mencionaba la falta de investigación en cuanto a este tema. En los últimos años, sin embargo, muchos autores han centrado sus esfuerzos en analizar el sistema financiero de los países emergentes con el objetivo de dar respuesta a los diferentes problemas que causa tener un sistema financiero poco desarrollado. A continuación se realiza una revisión de la literatura que analiza los problemas que tienen las economías emergentes en desarrollar su sistema financiero, más específicamente de los países latinoamericanos.

Durante toda la década del '90 y principios de la década siguiente se han producido numerosas crisis financieras (México, Este Asiático, Rusia, Turquía y Argentina) cuyo epicentro fueron economías emergentes, y sus consecuencias se propagaron de la misma manera, sobre países emergentes. La estabilidad financiera es uno de los principales temas de estudio de muchos autores, con el objetivo de evitar o suavizar las consecuencias de las crisis financieras y su propagación hacia otras economías.

Las causas anteriormente mencionadas, son aquellas que se describen como principales, para dar lugar a una serie de estudios sobre el sistema financiero de las economías emergentes. En general podemos hablar de tres grupos de economías emergentes: los países del Este Asiático, los países Emergentes Europeos, y los países Latinoamericanos. Estos tres grupos de países se enfrentaron a realidades muy distintas en cuanto a reformas, estructura financiera, condiciones económicas externas, etc., que llevaron a tomar rumbos diferentes en cuanto a la evolución de sus variables económicas, principalmente a partir de la década de los '90. Nuestro interés se centra en los países Latinoamericanos, con lo cual analizaremos el

desarrollo del sistema financiero de este grupo de países, aunque mencionando los otros dos grupos con fines comparativos.

América Latina es una de las regiones en las cuales analizar el tema del desarrollo del sistema financiero ha cobrado importancia en los últimos años. En este apartado se pretende resumir cual es cual es el grado de desarrollo del sistema financiero en la región. En las dos últimas décadas, los países Latinoamericanos realizaron varios esfuerzos para mejorar su sistema financiero, los mismos pueden ser resumidos en tres tipos de reformas: liberalización de los mercados financieros, el establecimiento de mejoras en los mercados de acciones y el mercado de bonos, y el desarrollo de un marco regulatorio y de supervisión.

Por otro lado, América Latina realizó esfuerzos con el objetivo de mejorar los fundamentales macroeconómicos⁶, el sistema de pensiones y las privatizaciones de las empresas propiedad del estado, medidas que ayudaron al desempeño de las instituciones financieras. Sin embargo, estas reformas no lograron tener el impacto positivo esperado sobre el desarrollo financiero, (De la Torre, Gozzi, y Schmukler, 2006; Borensztein, Eichengreen y Panizza 2006)⁷.

Los países Latinoamericanos se han caracterizado por bajos niveles de ahorro doméstico, lo que limita la disponibilidad de recursos para su intermediación. Además, en comparación con otros países emergentes, se puede observar una menor cantidad de créditos al sector privado, tasas de interés de los préstamos más altas, menores niveles de activos y depósitos bancarios, menores cantidades de emisiones de deuda del sector privado y menor coeficiente de capitalización en el mercado bursátil (Carstens y Schwarz, 2007). Otros autores señalan que la estabilidad financiera requiere una fuerte regulación y supervisión del mercado y las instituciones financieras, y esto fue una de las fallas al implementar las diferentes clases de reformas.

Como el objetivo de nuestro trabajo es estudiar el mercado de renta fija, la información correspondiente al mercado de capitales, y más específicamente el mercado de bonos, es más amplia que en el caso del sistema bancario. Para poder describir el desarrollo del sistema financiero, dividimos el mismo en: el mercado de capitales y el sistema bancario. Antes de entrar en el tema de la estructura financiera de los países Latinoamericanos, presentamos los trabajos realizados acerca de la relación entre crecimiento de la economía y el desarrollo del sistema financiero en los países latinoamericanos, en comparación con otras regiones emergentes.

⁶ En la literatura económica la expresión *fundamentals* macroeconómicos son las variables fundamentales de la economía, y pueden comprender variables como: tipo de interés, inflación, PIB, indicadores de evolución de la balanza de pagos, déficit fiscal, endeudamiento externo, entre otros.

⁷ Muchos autores creen que el problema de la falta de resultados positivos se debe a la aplicación de las mismas "recetas" sin distinguir las características propias de cada una de las economías (De la Torre, Gozzi, y Schmukler, 2006).

2.5. La relación crecimiento de la economía y desarrollo del sistema financiero en América Latina

En este apartado se pretende dar muestra, tomando los diferentes indicadores del tamaño del sistema financiero, si la relación desarrollo del sistema financiero/crecimiento económico en los países de América Latina sigue la tendencia marcada de los estudios empíricos que mencionamos anteriormente. Para ello, se disponen de una serie de indicadores del tamaño de cada sector del sistema financiero. La capitalización bursátil, se utiliza como *proxy* del desarrollo del mercado bursátil, el volumen de bonos en circulación, como medida de desarrollo del mercado de bonos y la cantidad de créditos del sector bancario como medida del desarrollo de este sector dentro de la economía. El tamaño de cada uno de los sectores y su relación con el desarrollo de los mismos se fundamenta en primer lugar, en los trabajos empíricos que describimos anteriormente, y en la disponibilidad de datos sobre estas variables.

La capitalización bursátil se define como el resultado de multiplicar el número de acciones de las empresas listadas en bolsa por su valor de mercado. Esta es una medida de la profundidad del mercado bursátil, cuanto mayor es el valor de estas variable, mayor es la proporción de financiación de las empresas a través del mercado bursátil (CEPAL, 2003).

El volumen total de bonos se refiere a la cantidad de bonos en circulación, emitidos por el sector público y privado en el mercado de capitales. La medida que utilizamos para el sector bancario se refiere al volumen de créditos de los bancos comerciales, lo cual nos da la pauta de la dimensión del volumen de financiación que proviene del sector bancario. En los gráficos que se exponen a continuación, se puede observar las diferencias que existen entre los mercados desarrollados y los mercados emergentes. Para ello, distinguimos cuatro grupos de países: los desarrollados, los países latinoamericanos, los países del este asiáticos y los europeos emergentes.

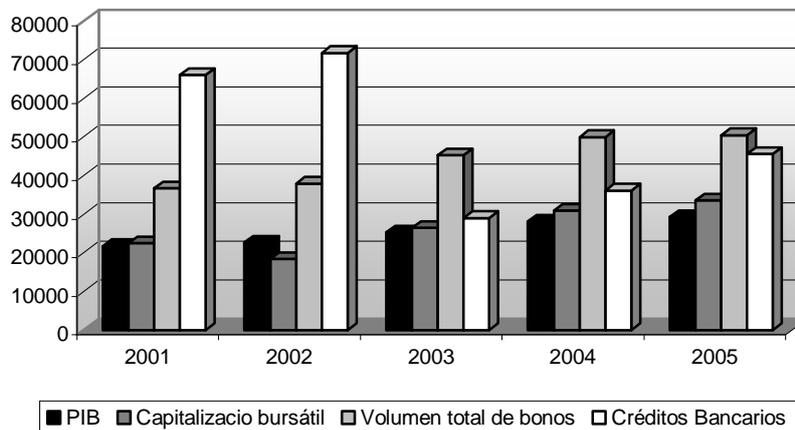
Dentro de los países desarrollados incluimos a Estados Unidos, Canadá, Japón, Alemania, España, Francia, el Reino Unido, Holanda y Suiza. Dentro de los países emergentes se encuentra Argentina, Méjico, Brasil y Chile. En el grupo del Este Asiático se incluye China, Corea del Sur, Tailandia, Filipinas, Singapur, Indonesia y Malasia. y los países emergentes del centro y este de Europa (Croacia, Hungría, Polonia, República Checa, Eslovaquia y Turquía)⁸. Los países de Europa Emergente incluyen Croacia, Hungría, Polonia, República Checa, Eslovenia y Turquía.

Para tener una primera visión de esta relación, tomamos el promedio ponderado de los indicadores de desarrollo del sistema financiero de los principales por grupos de países, y comparamos su evolución en relación a la evolución del PIB, para observar si ambos indicadores siguen la misma tendencia. En el gráfico 2.1 se observan los niveles de estos indicadores para los países desarrollados. En primer lugar observamos que las variables siguen el mismo comportamiento que el PIB. Con excepción de los créditos bancarios que caen a partir del 2003, la evolución de las variables restantes nos muestra el vínculo positivo entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico que la teoría predice. En segundo

⁸ Para más detalles ver World Economic Outlook, 2007, Database—WEO Groups and Aggregates Information.

lugar, el volumen de los indicadores se encuentra por encima del PIB, lo cual nos muestra la dimensión que tiene el sistema financiero dentro de la economía.

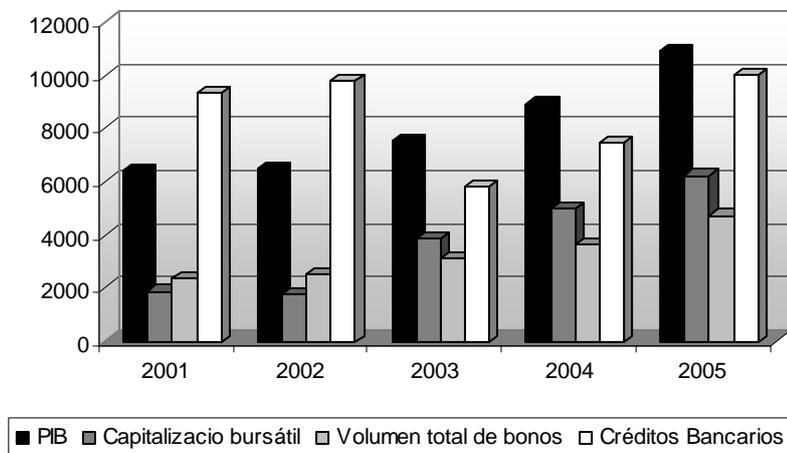
Gráfico 2.1. Evolución de variables del sistema financiero con respecto al PIB de los países desarrollados (billones de u\$s)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Global Financial Statistics Report (FMI) 2007

En el gráfico 2.2. se presentan los mismos indicadores, pero para el grupo de economías emergentes. En el mismo se observa que, a excepción de los créditos bancarios, las variables que miden el tamaño del sistema financiero, siguen la misma evolución que el PIB, pero su volumen es inferior al mismo a lo largo de todo el período considerado. Es decir, la dimensión del mercado de capitales es mucho menor en los países emergentes que en los desarrollados. Por otro lado, el volumen de créditos bancarios hasta el 2003, era muy superior al volumen del PIB, sin embargo, en ese año se observa una caída importante, pero se recupera rápidamente, hasta llegar al 2005 con un volumen muy cercano al PIB.

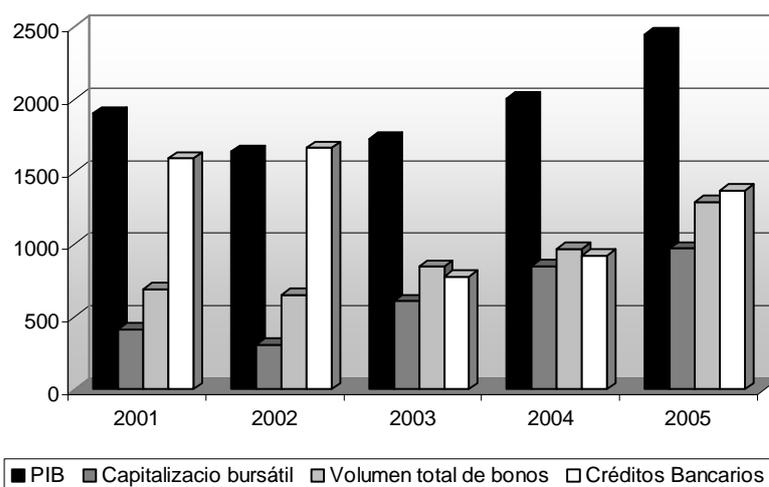
Gráfico 2.2. Evolución de variables del sistema financiero con respecto al PIB de los países emergentes (billones del u\$s)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Global Financial Statistics Report (FMI) 2007

Cuando observamos solo los países de Latinoamérica en el gráfico 2.3., vemos que a lo largo del 2001 y 2002, los créditos bancarios superaban al PIB. Sin embargo, a partir del 2003, el PIB sigue creciendo de manera continua, mientras que los activos bancarios tuvieron un importante descenso. Como podemos observar en los gráficos anteriores, la caída de los activos bancarios en el 2003 sucedió en todos los países, tanto desarrollados como emergentes.

Gráfico 2.3. Evolución de variables del sistema financiero con respecto al PIB de los países Latinoamericanos (en billones de u\$s)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Global Financial Statistics Report (FMI) 2007

En los países latinoamericanos el volumen de activos financieros no supera el PIB, lo cual no se observa en los países desarrollados. Por otro lado, a diferencia de los países emergentes en su conjunto, a lo largo de todo el período se sigue manteniendo la absoluta supremacía de los créditos bancarios en relación a otras fuentes de financiamiento. Estas diferencias son las que nos llevan a pensar que el grado de heterogeneidad que existen dentro de los países emergentes, y la pequeña influencia que tienen los países Latinoamericanos en relación a otras regiones, lo cual se puede observar en la escala del eje de las ordenadas.

Según la CEPAL (2007) en los países latinoamericanos, los niveles de ahorro doméstico son menores que en otras regiones de países emergente, "un 17,5% frente a un 32 % en la región Asia Pacífico y un 23 % en Europa central para el año 2004", lo que genera un menor volumen de recursos a ser intermediados, y una menor disponibilidad de créditos al sector privado, un 30% frente a un 72% en Este Asiático y un 32 % en Europa Central en 2004⁹. Por otro lado, observando los distintos valores de los indicadores con respecto al PIB, se corrobora los argumentos de los estudios empíricos que hablan del retraso del desarrollo del sistema financiero de América Latina en relación a los mercados desarrollados y a los países del Este Asiático.

⁹ Cuando mencionamos los países de Europa Central nos referimos a los países europeos emergentes que mencionamos anteriormente.

2.6. La estructura financiera en Latinoamérica

En los países latinoamericanos el sistema financiero se caracteriza por estar basados en bancos, ya que el mercado de capitales es pequeño e ilíquido (IMF, 2005). Esta situación se reflejó en los gráficos del apartado anterior cuando presentamos los distintos indicadores del tamaño del sector financiero, en los cuales se observó el predominio de los créditos bancarios en relación a otras fuentes de financiamiento. En el cuadro 2.1 se presentan nuevamente estos indicadores, pero, a diferencia del apartado anterior en donde nuestro objetivo era observar el vínculo entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico, en este caso, los indicadores se calculan como porcentaje del PIB, lo cual nos permite comparar la dimensión de cada uno de los sectores en relación al nivel de ingreso de cada una de las regiones. Pero además, como pudimos observar en el apartado anterior, no es posible obtener conclusiones a partir de la agregación de los mercados emergentes, ya que las distintas regiones, presentan estructuras financieras diversas e importantes diferencias en cuanto a la evolución de los principales indicadores del sector financiero.

En América Latina el valor de la capitalización bursátil y de los créditos bancarios con respecto al PIB, es menor en relación a los países desarrollados, los países del Este Asiático y los Africanos. Hay que tener en cuenta que tanto los países desarrollados como los del Este Asiático, el PIB per cápita es mayor que para los países Latinoamericanos, no siendo el caso de los países Africanos.

Cuadro 2.1. Créditos bancarios, capitalización del mercado bursátil y títulos de deuda pública nacional en circulación (% PIB, 2005)

| | Capitalización bursátil | Bonos Públicos | Bonos privados | Volumen total de bonos | Créditos bancarios | Bonos, acciones y activos bancarios |
|-----------------------------|-------------------------|----------------|----------------|------------------------|--------------------|-------------------------------------|
| Países Emergentes | 50,6 | 26,3 | 14,6 | 43,4 | 73,2 | 160,5 |
| Asia | 81 | 27,3 | 21,9 | 49,2 | 135 | 265 |
| América Latina | 40 | 41,4 | 11,3 | 52,7 | 56 | 149 |
| África | 68 | 11,1 | 5,5 | 16,6 | 65 | 150 |
| Europa | 13 | 25,2 | 3,4 | 28,6 | 37 | 79 |
| Países desarrollados | 124,7 | 70,1 | 107,6 | 43,4 | 198,0 | 485,4 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Global Financial Statistics Report (IMF) 2007

Por otro lado, el volumen en circulación de los bonos públicos en América Latina es menor que en los países desarrollados, pero es el mayor de todas las regiones de países emergentes. Sin embargo, el volumen de títulos privados es menor que en los países desarrollados y los países del Este Asiático, lo cual demuestra la falta de la financiación de las empresas por medio de la emisión de bonos en el mercado de capitales.

Se puede observar que en los países de América Latina y los países del Este Asiático, la participación del volumen total de bonos en el PIB es similar. La diferencia fundamental es que mientras que en Latinoamérica predominan los títulos públicos, ya que del total de títulos, el 41% está representado por bonos públicos, en el Este Asiático, este porcentaje es del 27%.

Los créditos bancarios siguen siendo la principal fuente de financiamiento, tanto en los países desarrollados, como en los emergentes latinoamericanos, asiáticos y europeos. Sin embargo, en los países de América Latina, el volumen de créditos bancarios se encuentra por debajo de los países desarrollados, y de los emergentes asiáticos y africanos.

Cuando observamos la proporción que representan cada uno de los indicadores del sistema financiero en el PIB vemos que, en general, en los países desarrollados, estos indicadores dobla el de los mercados emergentes. Además, los países asiáticos si bien presentan un volumen de créditos bancarios elevados, las empresas se financian por medio de la emisión de bonos y del mercado bursátil, en una proporción más elevada que en otros países emergentes.

En América Latina, el sector bursátil es la mitad del Asiático, el volumen de bonos en su mayoría corresponde a emisiones del gobierno, y la financiación por medio de los créditos bancarios es menos de la mitad del correspondiente volumen en los países Asiáticos, y todas estas variables se encuentran por debajo de los valores de las mismas en los países desarrollados. La evolución de estos indicadores, así como su explicación más detallada, se realiza en los apartados siguientes.

Algunos autores opinan que el crecimiento del mercado bursátil se vio negativamente afectado por el hecho de que, en la mayoría de los países, en particular los de menor desarrollo, predominan las sociedades familiares, cuya principal fuente de financiación proviene de recursos propios y utilidades no distribuidas (CEPAL, 2003). Además, De la Torre, Gozzi y Schmukler (2005) argumentan que al bajo nivel de negociación y liquidez, se le suma otra característica del mercado bursátil de los países Latinoamericanos que es la concentración de las negociaciones y la capitalización en unas pocas acciones, y la internacionalización de emisiones de acciones de grandes empresas, lo que veremos más adelante cuando analicemos el mercado bursátil.

2.6.1. El mercado de capitales de los países Latinoamericanos

Cuando se compara la evolución del mercado de capitales de Latinoamérica con los mercados de otros países emergentes, asiáticos, muchos autores concuerdan que los primeros se encuentran muy por debajo de estos últimos (Banco Mundial, 2004a; De la Torre y Schmukler, 2004b; De la Torre, Gozzi y Schmukler 2005, 2006; entre otros).

La tendencia de comparar los países latinoamericanos con los países emergentes asiáticos se debe a que en estos últimos también se llevó a cabo un proceso de reformas financieras a partir de 1990, pero los resultados, como vamos a ver a continuación, fueron diferentes. Mientras que el mercado de capitales en el Este Asiático presentó un importante desarrollo, en Latinoamérica el proceso de desarrollo lleva retraso, y esta caracterizado por la elevada dolarización de sus activos, el corto plazo de los vencimientos y la falta de liquidez en los mercados (Banco Mundial, 2004b). Más específicamente en el mercado de acciones de los países Latinoamericanos, se ha visto una disminución de las cotizaciones y de la liquidez, y han crecido el número de empresas que emiten sus acciones en los mercados internacionales (Levine y Schmukler, 2006).

En cuanto al mercado de bonos, se puede observar también una concentración de títulos a corto plazo y denominados en moneda externa, lo que aumenta el riesgo de descalce de monedas y el riesgo de refinanciación tanto para las empresas como para el gobierno (De la Torre y Schmukler, 2006).

Por otro lado, si bien a partir de los '90 los países de Latinoamérica tuvieron un mayor acceso al mercado de capitales externo, la intermediación financiera doméstica, y sobre todo la del sector privado, esta a cargo de las instituciones bancarias, lo cual provoca la concentración de las fuentes financieras en el sector bancario, y una mayor vulnerabilidad de la economía ante crisis sistemáticas de este sector (Eichengreen, Borensztein y Panizza, 2006).

En relación al mercado de derivados y repos, en estas economías también se encuentran subdesarrollados, poco líquidos y limitados a determinados instrumentos, como son los títulos del gobierno (Banco Mundial, 2004b). Diversos autores han encontrado que el surgimiento de los inversores institucionales, como los fondos comunes de inversión y los fondos de pensión, generan importantes efectos sobre el desarrollo del mercado de capitales (International Financial Services, 2006; Borensztein, Eichengreen y Panizza, 2006). Estas instituciones han desarrollado un papel muy significativo dentro de este mercado, ya que por un lado son los participantes más activos en el mercado de capitales, y por el otro, ayudaron a los gobiernos a financiar la transición hacia la privatización del sistema de pensión.

2.6.1.1. El mercado de bonos

DETERMINANTES DEL DESARROLLO DEL MERCADO DE BONOS

El desarrollo del mercado de bonos en un país es importante por varias razones. Según Turner (2002), un mercado financiero completo genera tipos de interés que reflejan el verdadero costo de oportunidad del dinero para cada plazo. Esto resulta importante para poder tomar decisiones eficientes de inversión y financiación. Además, el desarrollo del mercado de renta fija lleva a disminuir la dependencia de la intermediación bancaria en las decisiones de ahorro y de inversión, lo cual disminuye la vulnerabilidad de la economía ante un desequilibrio en el sector bancario. En el caso de las emisiones públicas, el buen funcionamiento del mercado de bonos permite una transmisión adecuada de la política monetaria que desea aplicar el gobierno, además de poder financiar déficit fiscales sin aumentar la inflación ni asumir riesgos cambiarios.

Por otro lado, la ausencia del mercado de bonos lleva a que los inversionistas tengan una menor cantidad de oportunidades de inversión, lo que provoca una disminución del volumen de ahorro en la economía. Desde la perspectiva de las empresas, la falta de un mercado de bonos interno las obligaría a endeudarse en el extranjero, aumentando para las empresas el riesgo cambiario (Herring y Chatusripitak, 2001).

A lo largo de los años 50 y 60 en las economías emergentes solo emitían títulos en moneda local con cupón fijo y a medio plazo, además de que las emisiones se concentraban en los gobiernos y las entidades financieras y empresas más importantes del país. En general, los

agentes que compraban títulos de renta fija los mantenían hasta el vencimiento, con lo cual el mercado secundario era prácticamente inexistente.

Con el objetivo de encontrar las causas de los determinantes del desarrollo del mercado de bonos, se han realizado una serie de estudios, comparando tanto los países emergentes con los países desarrollados, como los grupos de países emergentes entre ellos. Por otro lado, y a partir de las reformas realizadas en los países emergentes, muchos autores analizaron las causas de las diferencias en los resultados de estas reformas, y más específicamente, del desarrollo del mercado de bonos y del sistema financiero en su conjunto, de los países del Este Asiático y del subdesarrollo de los mismos en los mercados de los países Latinoamericanos. De la Torre, Gozzi, y Schmukler, (2006) argumentan que es difícil encontrar los factores que llevaron a la situación actual en la que se encuentran la mayoría de los países Latinoamericanos. Estos autores analizan las diferencias entre los objetivos de las reformas financieras y los resultados, y sostienen que las causas pueden haber sido diversas.

En primer lugar, observamos que efectos tiene sobre el desarrollo del mercado de bonos la dimensión y el tipo de moneda de los títulos públicos. A partir de aquí, se observan como las variables macroeconómicas influyen en estas dos características. En segundo lugar, se observa la distribución de vencimientos de los títulos emitidos por el gobierno, y se relacionan con las variables económicas mencionadas anteriormente. Una de las causas mencionadas por varios autores son las características intrínsecas que le corresponden a cada uno de los países emergentes, como por ejemplo, la dimensión de la economía, la falta de oportunidades de diversificación del riesgo, la debilidad de la moneda doméstica, el predominio de riesgos sistemáticos, etc.

En relación a la dimensión de la economía, varios autores señalan que existe una relación positiva entre la dimensión de la economía y el desarrollo del mercado de bonos (De la Torre, Gozzi, y Schmukler, 2006). Según Shah y Thomas (2001), una economía pequeña presenta barreras estructurales para el desarrollo de un mercado doméstico líquido y profundo. En América Latina, el mercado de bonos privados se encuentra concentrado en un pequeño número de empresas capaces de emitir títulos en pequeñas cantidades, pero además, en el mercado se encuentran con un número pequeño de inversores institucionales que tienden a comprarlos y mantenerlos, lo cual contribuye a disminuir el volumen de negociación.

Por otro lado, Eichengreen y Luengnaruemitchai (2004) y Borensztein, Eichengreen y Panizza (2006) encuentran que la tasa de capitalización en el mercado de bonos doméstico es más baja cuanto más pequeño es el país. Este hecho se relaciona con los costos fijos asociados a las suscripciones, publicidad y distribución de los títulos emitidos, haciendo que emisiones más grandes, sean menos costosas por las economías de escala que generan. Además, la liquidez en el mercado secundario es mayor cuanto mayor es el volumen de títulos y mayor la cantidad de tenedores de los mismos.

Además, varios autores consideran que las características propias de las emisiones como la moneda de emisión, la estructura de vencimientos, la dimensión del mercado, etc., tienen influencia sobre el grado de desarrollo del mercado de bonos. En las características de emisión es donde centramos nuestro análisis en los capítulos siguientes. A su vez estas características se encuentran correlacionadas con las variables fundamentales de la economía, como la tasa de inflación, el tipo de cambio, la dimensión y crecimiento de la economía, etc.

Con respecto a las características de emisión de los títulos públicos, el problema se encuentra en la incapacidad de los gobiernos de los países emergentes, y sobre todo los Latinoamericanos, de pedir prestado en moneda doméstica, a largo plazo y con tasas fijas. Este es un problema importante, teniendo en cuenta que en los países emergentes latinoamericanos, la mayoría de las emisiones son públicas.

El problema de emitir una proporción elevada de títulos en moneda externa es que aumenta el riesgo de tipo de cambio, ya que si se produce una devaluación de la moneda, el volumen de deuda en relación al PIB aumentaría, lo que aumentaría la proporción de ingresos que el gobierno destina a pagar los servicios de la deuda debido a que los mismos permanecen en moneda local. Pero además existe un efecto cíclico, ya que los problemas en la hoja de balance del gobierno llevaría a los inversores a atacar la moneda local, lo que provocaría una mayor depreciación y mayores problemas aún en la hoja de balance (Aghion, Bacchetta y Banerjee 1999; Krugman, 1999; Jeanne y Zettelmeyer, 2002). Este desajuste de monedas aumenta la probabilidad de crisis financieras (Jeanne, 2000).

Cuando se analiza la razón por la cual la mayoría de los países emergentes presentan una proporción muy elevada de títulos en moneda externa, surge la teoría del pecado original, la cual se define como la incapacidad de los gobiernos de pedir prestado en moneda local en los mercados internacionales a largo plazo (Eichengreen, Hausmann, Panizza, 1999,2003; Hausmann, Panizza y Stein 2001; Chamon y Hausmann 2002; Eichengreen, Hausmann, y Panizza 2003a). Si bien estos autores no llegan a precisar las causas de este problema, argumentan que altas tasas de inflación, devaluaciones inesperadas de las monedas y los episodios de *default* que han sucedido en las economías emergentes, pueden limitar el acceso de los países a la financiación en moneda local y a largo plazo.

Otros autores señalan que esta imposibilidad se produce por la falta de credibilidad que tienen los países emergentes en cuanto a la fortaleza en la aplicación de sus políticas fiscales y monetarias (FMI, 2004). Una literatura más extensa, considera que la dolarización financiera, es decir una proporción elevada de activos y pasivos que mantienen residentes en moneda externa, se debe al elevado riesgo sistemático de las economías emergentes (De la Torre y Schmukler, 2004a). Claessens, Klingebiel, y Schmukler (2004) analizan la dimensión de la economía y su relación con la composición de monedas, y llegan a la conclusión de que las economías con más altos niveles de PIB tienen un mercado de bonos denominado en moneda doméstica más grande. Argumenta que en países más desarrollados, se pueden aprovechar las economías de escala para mejorar la infraestructura del mercado, y desarrollar bases legales fuertes para la emisión y negociación de activos financieros, lo cual tiene efectos positivos sobre el desarrollo del mercado de bonos.

En relación con los factores institucionales, (estabilidad monetaria, desarrollo de la economía, nivel regulatorio, tasa de inflación, etc.), los autores demuestran que bajas tasas de inflación están asociadas con una mayor proporción de títulos en moneda local¹⁰. Por otro lado, esta corriente de análisis, encuentra que un elevado gasto fiscal lleva a un mercado de bonos más grande.

¹⁰ Para una descripción más profundas de las variables utilizadas para medir los factores institucionales ver Claessens, Klingebiel, y Schmukler (2004b).

Con respecto a variables políticas, Claessens, Klingebiel, y Schmukler (2007) argumentan que los países que presentan grandes cantidades de instituciones democráticas tienen un mercado de títulos públicos más grande, ya que la existencia de una buena base institucional, aumenta la credibilidad de los inversores en el estado, mejora la calidad de las decisiones políticas y aumenta la credibilidad en el cumplimiento de los contratos¹¹. El régimen de tipo de cambio influye en la composición por monedas y en la dimensión del mercado. Claessens, Klingebiel y Schmukler (2007) encuentran que aquellos países que tienen un régimen de tipo de cambio más flexible tienen una mayor proporción de su deuda emitida en moneda local.

En cuanto al período de vencimiento de los bonos públicos, muchos autores han analizado las consecuencias que tienen en los países emergentes que emiten títulos a corto plazo. Este mayor interés se debió en parte a las numerosas crisis que afectaron las economías emergentes en las últimas décadas, y a los problemas de descalce de plazos entre sus activos y sus pasivos. (Banco Mundial, 2004). Las emisiones a corto plazo de títulos están asociadas a una mayor vulnerabilidad ante cambios imprevistos de los flujos de capital y crisis de liquidez. Es decir, un cambio imprevisto en las expectativas de los acreedores en relación a la solvencia del gobierno para afrontar sus obligaciones puede rápidamente elevar los tipos de interés a corto plazo, provocando un aumento de los costos de endeudarse por parte del gobierno, aumentando la capacidad para hacer frente a la misma.

Una de las causas de la elevada proporción títulos a corto plazo que presentan los mercados emergentes, es el bajo costo de emisión en relación a las emisiones a medio y largo plazo. Este menor costo se debe a que la prima que tienen que pagar los países emergentes para colocar títulos a largo plazo es muchos más elevada que a corto (Broner, Lorenzoni y Schmukler, 2004). Si bien emitir deuda a corto plazo se puede justificar por el lado de los costos, si el gobierno tiene una dependencia muy alta de la financiación a corto plazo, la vulnerabilidad de la economía es mayor ante cambios repentinos en las expectativas de mercado, ya que aumenta el riesgo de rollover de la deuda (Chamon, 2001; Jeanne, 2000, 2004; Tirole, 2002, entre otros).

Otra variable que se encuentra dentro de las variables fundamentales macroeconómicas, y que varios autores han encontrado una relación positiva con el desarrollo del mercado de bonos, es la tasa de ahorro de la economía. Elevados niveles de ahorro elevan la cantidad de fondos disponibles para invertir en este tipo de títulos. Pero además, algunos autores sugieren que es necesario promover el desarrollo de inversores institucionales, que llevarán estos mayores niveles de ahorro, hacia el mercado de bonos (Eichengreen, Hausmann, y Panizza 2006)¹².

El desarrollo de los inversores institucionales se considera como una variable adicional para desarrollar el mercado de bonos. Eichengreen, Hausmann, y Panizza (2006) encontraron una relación positiva entre los activos de los fondos de pensión y las compañías de seguros y la dimensión del mercado de bonos corporativos en las economías emergentes¹³. Además, encontraron que a mayor cantidad de inversores institucionales que participan en el mercado

¹¹ Estos resultados son consistentes con los de Acemoglu, Johnson, y Robinson (2000), Isham, Kaufmann, y Pritchett (1995), Kremer y Jayachandran (2002), entre otros.

¹² Los fondos de pensión y las compañías de seguro tiene pasivos a largo plazo, el desarrollo de estos intermediarios financieros provocaría el aumento de la demanda potencial de activos a largo plazo

¹³ Más específicamente, en los países de Latinoamérica y los países del Este Asiático.

de bonos, mayor es la liquidez en el mismo¹⁴. Por otro lado, algunos autores encuentran que en las economías emergentes existe una relación positiva entre el desarrollo del mercado de bonos, tomando como medida el volumen de crédito bancario como porcentaje del PIB (Levine, 1997).

ESTADO ACTUAL DEL MERCADO DE TÍTULOS DE RENTA FIJA EN LATINOAMÉRICA

Luego de las crisis de México, Este Asiático y Argentina, se pudieron observar las causas aún más negativas de una crisis bancaria cuando otros recursos financieros permanecen subdesarrollados (Borensztein, Eichengreen y Panizza, 2006). Los gobiernos han hecho grandes esfuerzos para desarrollar el mercado de bonos. Entre ellos podemos mencionar la mejora en la infraestructura del mercado, la mejora en las principales variables macroeconómicas, el esfuerzo explícito de aumentar la confianza en la economía, además de las privatizaciones de empresas públicas, las reformas en el sistema de pensiones, etc.

Los esfuerzos para mejorar la estabilidad macroeconómica y financiera de la economía, se centraron en limitar la volatilidad que desalentaba las inversiones en títulos a largo plazo y en moneda local. Por otro lado, las reformas del estado a lo largo de los '90 que incluyó las privatizaciones de empresas públicas, contribuyeron a aumentar la cantidad de empresas de gran tamaño, que estaban capacitadas para acceder al mercado de bonos. Las reformas en el sistema de pensiones promovieron la aparición de inversores cuya demanda se concentró en títulos a largo plazo y en moneda local. Sin embargo, cuando se compara con los países desarrollados, o incluso con otros países emergentes, el mercado de bonos en Latinoamérica permanece subdesarrollado. Es decir, la duración de las emisiones en los mercados de Latinoamérica sigue siendo pequeña, se emiten una gran cantidad de bonos a tasa flotante y los inversores demandan títulos cuyo capital o tasa de interés se encuentra indexado a la tasa de inflación, al tipo de cambio u otra tasa de referencia del mercado.

Según Jeanneau y Tovar, (2006), el desarrollo del mercado de deuda en moneda local en Latinoamérica ha estado limitado por el mala gestión de las políticas macroeconómicas, la escasa profundidad y diversificación de la base de inversionistas, las numerosas restricciones que dificultaron el desarrollo en el mercado primario y secundario, y la falta de una buena infraestructura para la emisión de títulos privados. Esta situación contrasta con los países emergentes del Este Asiático, en donde la mayoría de las emisiones son con tasas fijas, y los títulos indexados prácticamente son inexistentes (Borensztein, Eichengreen y Panizza, 2006).

En cuanto al mercado secundario, algunos autores señalan que la tasa de rotación permanece relativamente baja, lo cual muestra que los mercados siguen siendo ilíquidos (Borensztein, Eichengreen y Panizza, 2006b; Banco Mundial, 2004)¹⁵. Jeanneau y Tovar (2006) sostienen que la falta de liquidez en el mercado latinoamericano se debe a: el tamaño del mercado y la existencia de una cantidad elevada de títulos indexados. El problema del tamaño del mercado se describió anteriormente. En relación a los títulos indexados, estos en general se mantienen hasta el vencimiento, lo cual afecta a la negociación de los mismos y a la liquidez del mercado

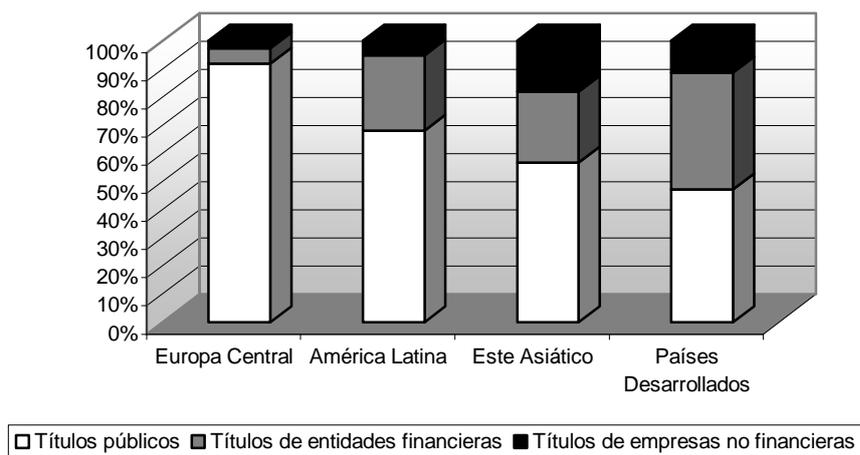
¹⁴ Liquidez medida como tasa de rotación de activos.

¹⁵ La tasa de rotación mide el volumen de negociación en relación a la dimensión del mercado. Levine, 1997

de bonos en general. La existencia de una gran variedad de instrumentos lleva a que los mercados no cuenten con un elevado volumen de instrumentos que sean homogéneos, lo cual permitiría la negociación activa. La base de inversores también es reducida, aunque en los últimos años se ha ampliado debido a los cambios en el sistema de pensiones de los países Latinoamericanos, pero aún sigue siendo pequeña, lo que afecta también a la negociación en el mercado secundario.

En cuanto al tipo de emisor, en la mayoría de los países Latinoamericanos, predominan los títulos emitidos por el sector público, lo cual no sucede en los países emergentes del Este Asiático y en los países desarrollados, como se observa en el gráfico 2.4. Incluso en los países desarrollados, la mayor proporción de títulos en circulación pertenece a títulos del sector privado, y más específicamente, emisiones de entidades financieras. Según Borensztein, Eichengreen y Panizza (2006) este hecho refleja que Latinoamérica históricamente tuvo que afrontar grandes déficit presupuestarios que financiaba vía emisión de bonos, lo cual hace que el volumen de títulos públicos como porcentaje del PIB sea mayor en estos países que en el Este Asiático.

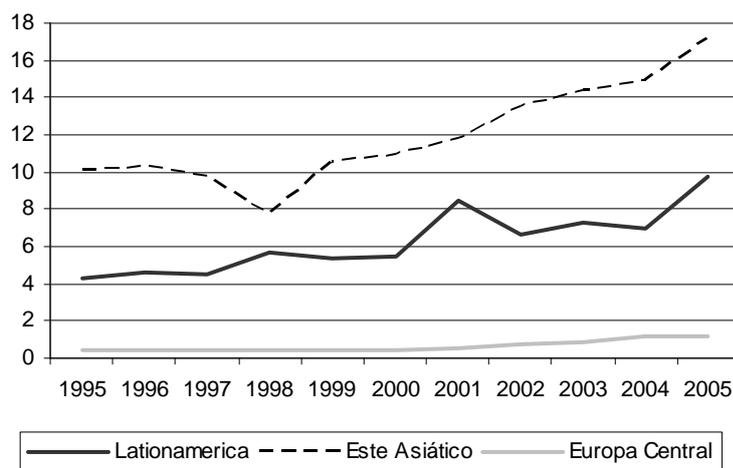
Gráfico 2.4. Títulos emitidos en el mercado doméstico



Fuente: en base a datos del BIS, 2007 y del WB.

Estudios recientes muestran que existen diferencias además, en el desarrollo de las emisiones de bonos corporativos. Mientras que en Latinoamérica el volumen emitido representaba un 8,3% del PIB en el 2005, en el Este Asiático este porcentaje es aproximadamente el 20,5% del PIB, según datos del Banco Mundial, lo cual muestra que en este último grupo de países el acceso de empresas al mercado es mayor (Borensztein, Eichengreen y Panizza, 2006^a). Esta situación se ve representada en el gráfico 2.5. en donde se observa el volumen en circulación de los bonos emitidos por el sector privado en el mercado doméstico en relación al PIB, en los países Latinoamericanos y en los países del Este Asiático.

Gráfico 2.5. Volumen en circulación de títulos privados en el mercado doméstico



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2007

Aun en los países Latinoamericanos en los cuales el desarrollo financiero ha sido positivo en las últimas décadas, como México y Chile, las empresas que participan tanto en el mercado de bonos como en el de acciones, son aquellas que tienen elevados *ratings*, y esta situación ayuda a que las mismas migren hacia los mercados internacionales (Banco Mundial, 2004).

Un problema adicional en el mercado de bonos corporativos es la falta de liquidez, que por el lado de la oferta, se debe a la pequeña cantidad de empresas que pueden emitir títulos en el mercado. Por el lado de la demanda, el mercado está dominado por un pequeño número de inversores institucionales que concentran sus estrategias de inversión en títulos del gobierno, lo cual desalienta aún más la liquidez en el mercado de títulos privados (Banco Mundial, 2004). Sin embargo, a partir del 2003 se puede observar un aumento de las emisiones privadas, lo cual fue producto del desarrollo del proceso de titulización en América Latina, (Jeanneau y Tovar, 2006).

2.6.1.2. El mercado bursátil

DETERMINANTES DEL DESARROLLO DEL MERCADO BURSÁTIL

Muchos autores encuentran que existe una correlación positiva entre el desarrollo del mercado bursátil y el crecimiento económico (Demirguc-Kunt y Levine 1996, Singh, 1997, Levine y Zervos, 1998, Levine, 2000; entre otros). Siguiendo a Levine (2002) el mercado bursátil provee información importante para gestionar riesgos, movilizar el ahorro y permitir a los inversores ejercer el control corporativo. Un mercado grande y líquido incentiva a que los agentes inviertan recursos para obtener información de las empresas, ya que es más fácil beneficiarse de la información al operar en mercados grandes y líquidos. Además, el buen funcionamiento del mercado bursátil refuerza el vínculo entre una buena gestión de la empresa y el valor de sus acciones, lo cual ayuda también a integrar los intereses de los administradores de la empresa con la de sus propietarios. Por otro lado, los mercados bursátiles más desarrollados,

disminuyen el costo de intermediación, debido a la disminución del costo de realizar negociaciones en el mismo.

Otros autores, sin embargo, opinan que el desarrollo del mercado bursátil puede tener efectos negativos sobre el crecimiento económico. Stiglitz (1985, 1993) argumenta que la liquidez del mercado bursátil no mejoraría los incentivos de adquirir información de las firmas, por lo que no mejoraría el control corporativo. Shleifer y Summers (1988) y Morck, Shleifer, y Vishny's (1988) sugieren que el desarrollo del mercado bursátil va en contra del crecimiento económico, ya que facilita la absorción hostil de empresas, situación que aumenta la volatilidad en el mercado.

En las últimas dos décadas, el mercado bursátil tanto en los países desarrollados como en los países emergentes, ha evolucionado positivamente, principalmente por las reformas en el mercado de capitales y en la economía general. Entre ellas se enumeran: las privatizaciones de empresas públicas, la liberalización financiera y las mejoras de las estructuras financieras para los inversores (Claessens, Klingebiel y Schmukler; 2004).

Muchos autores argumentan que las condiciones macroeconómicas e institucionales están muy relacionadas con el desarrollo del mercado bursátil. Entre ellas se destacan, la protección de accionistas minoritarios, las mejores prácticas de gobierno corporativo, una mayor estandarización de normas contables y de su divulgación, una mejora en la infraestructura de negociación y liquidación de títulos, así como en las regulaciones del mercado bursátil y la supervisión de su cumplimiento (De la Torre, Gozzi, y Schmukler; 2006).

Con el objetivo de determinar el nivel de desarrollo del mercado bursátil en los diferentes países, De la Torre, Gozzi, y Schmukler (2006) realizan un análisis empírico en el cual toman como variables dependientes tres tipos de indicadores: capitalización bursátil, volumen de negociación y variación del capital. Demuestran que los países que presentan un mayor PIB per capita, mejores derechos legales para los accionistas y una mayor apertura financiera, tienen un mercado bursátil más desarrollado.

La dimensión del mercado bursátil es una característica importante para medir el desarrollo del mismo, ya que esta relacionada directamente con la liquidez y la profundidad de este mercado. Un mayor nivel de actividad brinda a los inversionistas una cotización más precisa de las emisiones de acciones y mejora la asignación de recursos (CEPAL, 2003). Teniendo en cuenta que los países emergentes tienen mercados bursátiles pequeños, varios autores han estudiado las causas de esta situación, lo que dio lugar a las diferentes corrientes que estudian la "internacionalización financiera". Este concepto analiza la migración de las empresas hacia los mercados bursátiles internacionales en búsqueda de mejores condiciones (Claessens, Klingebiel, y Schmukler, 2004; Levine y Schmukler; 2003, 2006)¹⁶.

Esta corriente argumenta que cuando existen malas condiciones tanto macroeconómicas como institucionales en un país, las empresas con altos *ratings* migran hacia los mercados internacionales, en busca de menores costos de información y transacción, menor riesgo de liquidez y una valoración más eficiente del riesgo, características que en general no se

¹⁶ Para ampliar el tema de internacionalización financiera ver Noronha, Sarin y Saudagaran (1996), Smith y Sofianos (1997), y Pulatkonak y Sofianos (1999)

presentan en los mercados bursátiles de las economías emergentes. (Chowdhry, Nanda, 1991; Patro, 2000; Lang Lins, y Miller, 2003).

Algunas teorías enfatizan el hecho de que la internacionalización de la empresas mejora la reputación, la transparencia y la base de accionistas, lo cual la hace más atractiva que si permaneciera en el mercado doméstico (Banco Mundial, 2004). Greenwood y Smith, (1996) demuestran que cuando el mercado bursátil es más grande, los costos de movilizar el ahorro son menores, lo cual facilita las inversiones de más largo plazo y más rentables, mejorando la asignación del capital y de este modo, alentando el aumento de la productividad.

La liquidez en el mercado es otra variable que se considera para medir el grado de desarrollo del mercado bursátil. Levine (1991) y Bencivenga, Smith y Starr (1996) sugieren que el grado de liquidez es importante para el crecimiento, ya que las inversiones productivas requieren inversiones de capital a largo plazo, pero los inversores son reticentes a abandonar el control de sus ahorros en el largo plazo. Un mercado secundario líquido, facilita la asignación de estos recursos, proporcionando un activo para ahorrar que pueden venderse fácilmente y a un menor costo. De la misma manera, las empresas pueden permanentemente aumentar su capital a través de la emisión de acciones. Por otro lado, Kyle (1984) y Holmstrom y Tirole (1995) muestran que la liquidez en el mercado bursátil puede aumentar los incentivos de conseguir información acerca de las empresas y mejorar el gobierno corporativo. García y Liu (2000) evalúan los efectos de la estabilidad macroeconómica sobre la capitalización bursátil, y llegan a la conclusión de que el nivel de ingreso, la tasa de ahorro de la economía, el desarrollo de la intermediación financieras y la liquidez de mercado son variables importantes para predecir el nivel de capitalización bursátil.

Otras variables que se utilizan para medir el grado de desarrollo del mercado bursátil son la volatilidad, la concentración de empresas, y la regulación y supervisión del mercado. Algunos autores suponen que tanto la volatilidad en el mercado bursátil como en las variables macroeconómicas, tienen un efecto negativo sobre la capitalización bursátil. La volatilidad afecta a la gestión de los activos por parte de los inversores, ya que la misma puede ser interpretada como un aumento del riesgo de invertir en acciones, que provoca la demanda de un mayor rendimiento, lo cual concluye con un aumento de los costos que tiene que afrontar las empresas de conseguir financiación (Levine y Zervos, 1996; Arestis, Demetriades y Luintel, 2001).

La concentración de las negociaciones y la capitalización en pocas acciones puede ser una de las causas de la internacionalización financiera, y a su vez una consecuencia de la falta de liquidez en el mercado bursátil. Por otro lado, en relación a las normas de regulación y supervisión, Beck, Demirguc-Kunt y Levine (2003) demuestran que el volumen de transacciones es mayor en el mercado bursátil, cuanto mejor funcione el sistema legal que defienda los derechos de los inversores individuales.

ESTADO ACTUAL DEL MERCADO BURSÁTIL EN LATINOAMÉRICA

Al igual que el mercado de bonos, a pesar de las reformas financieras, el mercado de acciones permanece subdesarrollado cuando lo comparamos con los países desarrollados o con otros grupos de países emergentes.

En relación a la dimensión de la economía, en América Latina tanto la cantidad de acciones como el volumen de negociación es pequeño. Como se señaló anteriormente, esta es una de las causas por las cuales las empresas grandes migran hacia los mercados internacionales. Según De la Torre, Gozzi, y Schmukler (2006) la internacionalización de las empresas de América Latina es más elevada que en otros grupos de países emergentes. Otra variable que influye en este proceso es la internacionalización de los servicios financieros, el aumento de los intermediarios financieros internacionales que proveen sus servicios a escala mundial, hace que muchas compañías que antes cotizaban en las bolsas de cada uno de sus países, participen activamente en bolsas internacionales.

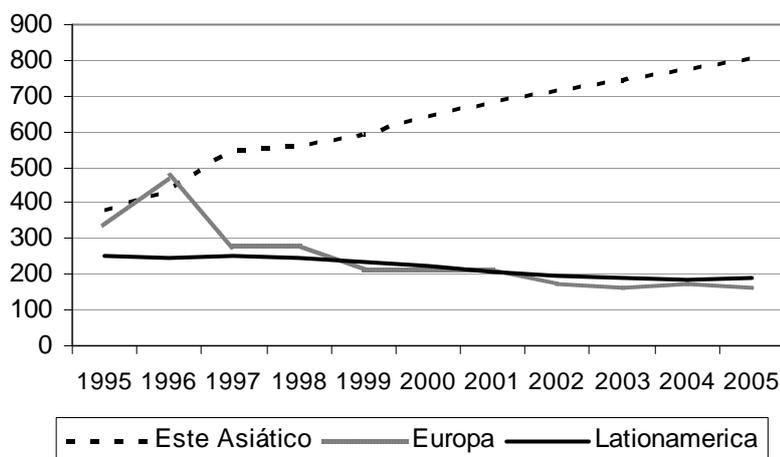
Otra de las causas del aumento de la emisión de acciones en mercados internacionales es la mayor liquidez y menores costos en relación a los mercados domésticos. De la Torre y Schmukler (2006) afirman que en la mayoría de los países de América Latina, la internacionalización de las empresas es superior a la que existe en las economías desarrolladas y en los países emergentes de Este Asiático.

En el gráfico 2.6. se presenta el número de empresas que cotizan en bolsas domésticas en relación al PIB per capita. Se puede observar que mientras que en los países del Este Asiático, el número de empresas aumentó, en los países Latinoamericanos y los países emergentes de Europa, esta variable cae. Si bien no podemos afirmar que sea causa de la internacionalización de las empresas, si es una variable que debemos considerar a la hora de analizar la tendencia decreciente del número de empresas que cotizan en las bolsas domésticas.

La migración de empresas causa otro problema en los mercados domésticos: la concentración del mercado en un pequeño número de acciones, tanto en la negociación como en la capitalización. Según datos del Banco Mundial, en el año 2004 en estos países las diez mayores compañías contaban con el 60% del valor negociado. Los casos más relevantes se presentan en Chile y Argentina, donde solo en tres compañías se concentraba el 50% de la capitalización de mercado. En México, una única firma concentraba el 25% de la capitalización de mercado y entre el 20% y el 40% del volumen negociado.

Como mencionamos anteriormente, las tres variables que se consideran para evaluar el desarrollo del mercado de bursátil son: la capitalización bursátil, el volumen negociado, y el coeficiente de rotación (Claessens, Klingebiel, y Schmukler, 2006; De la Torre, Gozzi, y Schmukler; 2006). En el cuadro 2.2. se puede observar alguna de estas medidas para el año 2000 y 2005. Entre estos dos años, vemos que en América Latina los indicadores han aumentado, no podemos decir lo mismo para los indicadores de los países del Este Asiático, ya que solo aumentó la capitalización bursátil, pero el volumen de negociación y el coeficiente de rotación han disminuido su valor como proporción del PIB. De todas maneras, los indicadores del desarrollo bursátil se encuentran muy por encima de los países Latinoamericanos.

Gráfico 2.6. Número de empresas que cotizan en bolsas domésticas en relación al PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos del WDI, 2007

Por otro lado, la capitalización bursátil en América Latina para el 2005 no llegaba al 38%, mientras que en los países del Este Asiático este valor superaba el 92% del PIB. En América Latina la heterogeneidad de los países producen que existan diferencias muy grandes entre ellos. Uno de los países en donde encontramos las diferencias más importantes es en Chile, en donde el valor de la capitalización bursátil es muy superior a otros países de la región, como se pudo observar en el cuadro 2.2. El volumen de negociación en América Latina es muy pequeño en relación a los países Asiáticos. Si bien en estos últimos, el volumen de negociación es muy diferente entre las economías que pertenecen a la región, lo que podemos observar en los casos extremos que corresponden a Filipinas, con un volumen de negociación de un 7% con respecto a Taiwán, cuyo volumen de negociación supera el 178% del PIB.

En cuanto al coeficiente de rotación, en América Latina se observan casos interesantes, otra vez Chile, que tiene el mercado más grande de Latinoamérica, pero su tasa de rotación es una de las menores de la región. En Brasil también se da una situación parecida, pero en sentido contrario. Este es el caso de un mercado pequeño pero activo, mientras que la capitalización de mercado es pequeña, en términos de otros países, el coeficiente de rotación es más elevado que, por ejemplo Malasia, el cual es tres veces el mercado de Brasil.

Otra variable que no se encuentra en el cuadro, pero que la hemos mencionado como medida de desarrollo del mercado bursátil es la ampliación del capital. Existen diferencias importantes entre ambas regiones: en los países Latinoamericanos este indicador fue de un 0,5% en el 2004, a diferencia del Este Asiático cuyo porcentaje del PIB llegó al 5,9% (De la Torre, Gozzi, y Schmukler; 2006).

Cuadro 2.2. Medidas de desarrollo del mercado bursátil

| | Capitalización bursátil (%PIB) | | Volumen de negociación (%PIB) ^a | | Coeficiente de rotación | |
|----------------------|--------------------------------|---------------|--|---------------|-------------------------|---------------|
| | 2000 | 2005 | 2000 | 2005 | 2000 | 2005 |
| Latinoamérica | 32,51% | 37,59% | 6,35% | 9,90% | 17,83% | 22,32% |
| Argentina | 44,01% | 29,55% | 2,10% | 8,96% | 4,76% | 30,33% |
| Brasil | 37,98% | 50,84% | 16,83% | 19,42% | 44,32% | 38,20% |
| Chile | 85,50% | 110,54% | 8,03% | 16,37% | 9,39% | 14,81% |
| Colombia | 0,47% | 5,20% | 0,47% | 5,20% | 3,73% | 17,85% |
| México | 24,21% | 26,84% | 7,80% | 6,86% | 32,21% | 25,57% |
| Perú | 2,87% | 2,57% | 2,87% | 2,57% | 12,59% | 7,18% |
| Este Asiático | 86,29% | 92,16% | 102,60% | 77,80% | 126,74% | 82,82% |
| Taiwán, China | 98,03% | 134,75% | 306,21% | 178,71% | 312,36% | 132,62% |
| Indonesia | 27,91% | 27,08% | 8,67% | 14,59% | 31,07% | 53,88% |
| Corea | 56,15% | 72,92% | 208,73% | 152,74% | 371,73% | 209,45% |
| Malasia | 146,44% | 143,64% | 64,77% | 38,33% | 44,23% | 26,68% |
| Filipinas | 45,63% | 35,27% | 10,87% | 7,07% | 23,82% | 20,05% |
| Singapur | 193,62% | 163,42% | 100,01% | 102,62% | 51,65% | 62,79% |
| Tailandia | 36,22% | 68,05% | 18,95% | 50,56% | 52,33% | 74,30% |

^aVolumen total de acciones negociadas en las bolsas de valores. ^b Volumen total de las acciones negociadas ponderadas por la capitalización del mercado

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Financial Structure Dataset, Banco Mundial, Mayo 2007

2.6.2. El sistema bancario de los países Latinoamericanos

El sector bancario en los países emergentes, al igual que en los desarrollados, cumple con un rol muy importante en la asignación de recursos dentro de la economía. Como se señaló anteriormente, la mayoría de los autores están de acuerdo en que el desarrollo del sistema financiero está altamente correlacionado con el crecimiento de la economía. Además, el sistema bancario se encarga de proveer medios de pago, compensación y redes que facilitan las transacciones en los mercados de bienes y servicios. La transmisión eficiente de recursos en una economía es un canal muy importante para lograr el crecimiento económico (De la Torre, Schmulker, 2006).

Schumpeter (1912) señala que el buen funcionamiento de los bancos, estimula la asignación eficiente de recursos, identificando aquellas inversiones con las mejores oportunidades en cuanto a la implementación de nuevos productos y procesos de producción (Levine, 1997). El funcionamiento eficiente del sector bancario dentro de las economías emergentes, y sobre todo las latinoamericanas, es aún más importante por la debilidad de sus mercados de capitales, situación que obliga al sistema bancario a proporcionar financiación adicional para proyectos de inversión.

La relación entre el desarrollo del sector bancario y el crecimiento de la economía ha sido puesto a prueba por una cantidad de estudios empíricos, entre ellos se encuentra los trabajos de King y Levine (1993a), los cuales encuentran una relación positiva entre una amplia gama de variables que representan el desarrollo financiero, entre la que se encuentra el volumen de

créditos bancarios hacia el sector privado. Además, Levine, Loayza y Beck (2000) señalan que la intermediación financiera esta positivamente relacionada con el crecimiento económico, y en las economías emergentes, los bancos son las entidades que dominan el sector de servicios de intermediación financiera (BIS, 2007). A pesar de las reformas del sistema financiero que se realizaron a partir de los '90 en los países emergentes, estas economías sufrieron grandes crisis bancarias y financieras, a pesar de que la mayoría de las reformas estuvieron orientadas a mejorar el sistema bancario y su volatilidad. Además los países de América Latina tienen el índice de crisis bancarias por país mayor del mundo, el 35% de los países han experimentado crisis recurrentes (Singh, Belaisch, Collyns, et al 2005).

El bajo nivel de desarrollo del sector bancario en relación a otras economías se puede observar en los elevados costos de los servicios financieros, el elevado porcentaje de propiedad pública de los bancos, la ineficiencia en el rol de intermediación financiera, un bajo nivel de préstamos bancarios en relación a la actividad económica, y los altos niveles de dolarización de los depósitos y los préstamos en la mayoría de estos países.

Por otro lado, muchos autores han analizado como influye la concentración bancaria y la entrada de bancos extranjeros, en los niveles de desarrollo del sistema financiero y en el crecimiento de la economía (Demirguc-Kunt y Levine, 1999; Demirguc-kunt y Huizinga, 1999; Cuenin y Busso, 2000; Cetorelli y Gambera, 2001; BIS, 2007; entre otros). Sobre estas características, existen aún una gran cantidad de controversias, las cuales se explicarán más adelante.

En el apartado siguiente se describen las variables que influyen sobre el desarrollo del sistema financiero y se expone el estado actual del sector bancario en América Latina, como caso particular de las economías emergentes, ya que su evolución a partir de las reformas implementadas en el sistema financiero, fue diferente cuando se la compara, por ejemplo, con las economías del Este Asiático.

En los países emergentes, el sistema bancario ha sido fuente de varios estudios. En primer lugar, porque el sector bancario domina la intermediación financiera en estas economías, (BIS, 2007). En segundo lugar, las economías emergentes en general son sistemas basados en bancos, lo que ha llevado a grandes discusiones en cuanto a las ventajas y desventajas del desarrollo de este sector versus el mercado de capitales (Demirguc-Kunt y Maksimovic, 1998; Borensztein, Eichengreen y Panizza, 2006; entre otros).

Por otro lado, el papel que desarrolla el sector bancario en las economías emergentes se debe en parte a la falta de una infraestructura adecuada del mercado de capitales como alternativa de financiación (Turner, 2006; BIS, 2007; entre otros). Los problemas a los cuales se enfrenta el sistema financiero de las economías emergentes, tal como hemos señalado anteriormente, son los siguientes: altos costos de los servicios financieros, una proporción elevada de bancos propiedad del gobierno, la ineficiencia en el rol de intermediación financiera, un bajo nivel de préstamos bancarios en relación a la actividad económica y los altos niveles de dolarización de los depósitos y los préstamos. En la literatura económica estas características y las consecuencias de las mismas sobre el sistema bancario y la economía en general fueron estudiadas por varios autores, que en muchos casos llegan a conclusiones diferentes.

2.6.2.1. Los elevados costos de los servicios financieros

En relación a los elevados costos de los servicios financieros que ofrecen los bancos, Demirguc-kunt y Huizinga, (2000) muestran que en los países con un sistema financiero subdesarrollado, los bancos tienen mayores rentabilidades y márgenes. Estas variables aumentan los costos de conseguir financiación por parte de las empresas, lo cual afecta los niveles de inversión y el desarrollo económico. De la misma manera, observan que los sistemas bancarios más desarrollados están relacionados con bajas rentabilidades y márgenes bancarios pequeños, lo cual refleja una mayor eficiencia que se produce por una mayor competencia en este sector. Estos mismos autores encuentran que el desarrollo del mercado bursátil mejora la rentabilidad y el margen del sistema bancario, lo cual refleja la hipótesis de complementariedad entre ambos sistemas (bank-based y market-based). Singh, Belaisch, Collins, et al (2005) argumentan que los mayores costos de la intermediación bancaria que se presentan en economías con sistemas financieros subdesarrollados, se deben en parte al aumento de los préstamos nonperforming, es decir, a préstamos con dificultades de devolución, lo cual aumenta la prima de riesgo sobre los tipos de interés que los bancos fijan para nuevos préstamos.

En general, para medir si el sector bancario es o no eficiente se utilizan dos tipos de variables, el margen bancario o margen neto de intereses, es decir, la diferencia entre la tasa pasiva y la tasa activa de los bancos, y los costos indirectos. Muchos autores representan el margen neto de intereses como una medida de eficiencia del sector bancario, ya que un margen neto elevado implica una mayor ineficiencia en la intermediación financiera y un mayor poder de mercado que permite a los bancos poder cobrar elevadas tasas de interés. Los costos indirectos se presentan como una medida de eficiencia, ya unos costos indirectos bajos son un signo de mayor competencia dentro del sector, y la mayor competencia lleva a una asignación eficiente de los recursos (Demirguc-Kunt y Levine, 1999)¹⁷.

En América Latina los costos de los servicios financieros que proveen los bancos son más altos que en los países desarrollados y los países del Este Asiático. Esta situación se representa en el gráfico 2.7. y en el gráfico 2.8. respectivamente, donde observamos la evolución del margen bancario y de los costos indirectos, ambas variables como proporción del total de activos bancarios.

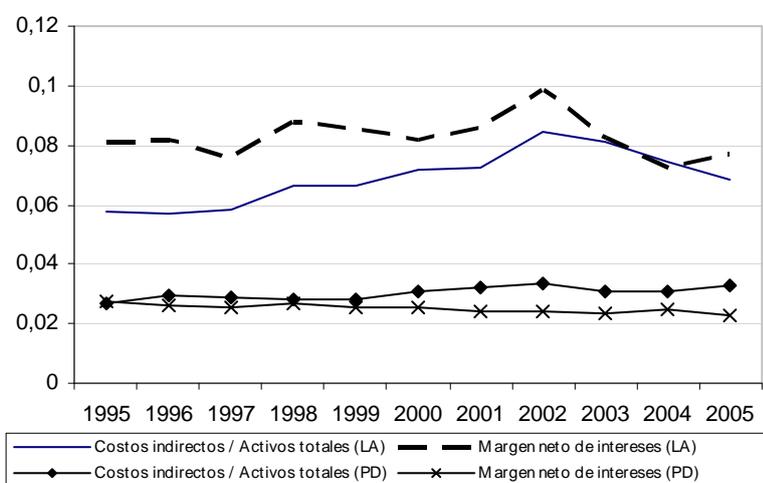
En el gráfico 2.7. se puede observar que las dos variables en los países Latinoamericanos se encuentran por encima de los países desarrollados, lo cual significa que financiar un proyecto productivo en los países de América Latina es más costoso que en los países desarrollados.

Cuando observamos las variables considerando los países del Este Asiático, la conclusión vuelve a ser la misma, es decir, los costos de los países Latinoamericanos son superiores a los costos de los países del Este Asiático. Sin embargo, a diferencia de los países desarrollados, la evolución de estas variables en los dos grupos de países emergentes tienen una mayor volatilidad que en los países desarrollados. El elevado diferencial de tasas o margen bancario refleja el elevado costo que las entidades tienen que asumir, al solicitar créditos destinados a

¹⁷ La discusión en relación a los efectos positivos y negativos de la mayor competencia en el sector se explicará más adelante.

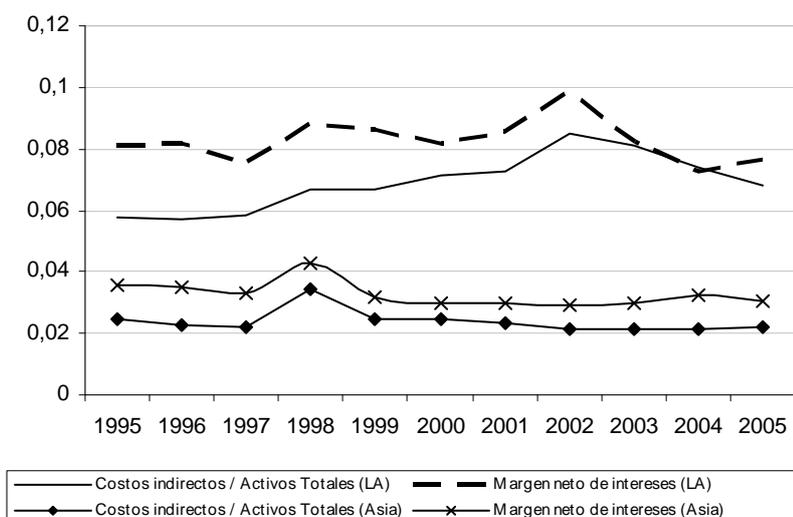
las actividades productivas. Pero además, en los países emergentes, existe un importante racionamiento del crédito, lo que, sumado al mayor costo de adquirirlos, lleva a que las empresas se encuentren con serias dificultades en primer lugar, en acceder al crédito bancario, y en segundo, en encontrar créditos a bajo costos. Esta situación afecta directamente la tasa de inversión en la economía, y por ende a su grado de desarrollo (Banco Interamericano de Desarrollo, 2004). En ambos gráficos se puede ver que en el período 97-98 estas variables sufren mayores distorsiones que en los países desarrollados. Este período coincide con la crisis financiera de los países asiáticos. En el gráfico 2.8. se observa en el período 2001-2002 un aumento de los costos bancarios, lo cual coincide con la crisis bancaria argentina.

Gráfico 2.7. Evolución de los costos indirectos y los márgenes bancarios (Latinoamérica, LA y los Países desarrollados, PD)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Financial Structure Dataset, Banco Mundial, Mayo 2007

Gráfico 2.8. Evolución de los costos indirectos y los márgenes bancarios (Latinoamérica, LA y los Países de Este Asiático, Asia)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Financial Structure Dataset, Banco Mundial, Mayo 2007

Algunos autores argumentan que el margen y la rentabilidad bancaria se encuentran íntimamente relacionados con la estructura de propiedad de los bancos y la concentración bancaria, cuestiones que se describen a continuación. Sin embargo, tampoco existe acuerdo entre los autores en cuanto al resultado de estas relaciones. A modo de conclusión, observamos que en América Latina los costos bancarios son mayores que en los países desarrollados y en los países emergentes del Este Asiático, sin embargo, se puede observar una tendencia a la baja en los países Latinoamericanos a partir del 2002.

2.6.2.2. La propiedad pública de los bancos

A partir de la liberalización financiera de los '90, uno de los cambios más importantes que se realizaron en las economías emergentes, fue la privatización de bancos públicos y la liberalización financiera. Los resultados de estas reformas se visualizaron en un cambio de propiedad de los bancos, de públicos a privados, y de domésticos a extranjeros. Los resultados de los cambios en la estructura de propiedad son objeto de continuas controversias, que aún en la actualidad no están resueltas.

Algunos autores relacionan la propiedad de los bancos con la eficiencia del sector en su conjunto. Durante los '90, la liberalización financiera que se produjo en las economías emergentes reabrió el debate. Las privatizaciones de bancos estatales y la entrada de bancos extranjeros, dio lugar al estudio de si el sector bancario tiene mejor desempeño cuando predominan los bancos públicos o privados, o si la entrada de la banca extranjera aumenta la eficiencia del sector.

Entre los autores que consideran que la propiedad pública de los bancos es importante para el crecimiento económico se encuentra los trabajos de Cárdenas, Ocampo y Thorp, (2000); CEPAL, (2002); Bulmer-Thomas, (2003); Titelman (2003); entre otros. Estos autores consideran que la presencia de los bancos estatales tiene ventajas para la economía, ya que proveen financiación a empresas públicas y privadas a largo plazo, lo que los bancos privados no están totalmente dispuestos a ofrecer. Además de ello, se considera que los créditos de la banca privada son procíclicos, incrementándose en épocas de crecimiento y disminuyendo su volumen cuando la economía se deteriora, a diferencia de los bancos públicos que son capaces de prestar en forma contracíclica.

Titelman (2003), analiza los efectos de la propiedad pública de los bancos en las economías Latinoamericanas y argumenta que la financiación privada tiene algunas características no deseables que disminuyen la capacidad de financiar proyectos de las pequeñas y medianas empresas. Entre ellas se encuentran la concentración en el corto plazo, los altos márgenes de intermediación financiera y una segmentación del crédito hacia las grandes empresas. Por otro lado, se considera que los bancos públicos pueden atender la demanda de fondos de sectores menos favorecidos, los cuales para la banca privada se considerarían préstamos pocos rentables (Stallings y Studart, 2006).

Otros autores opinan que la intervención de Estado en el sistema bancario es necesaria para mantener la solidez y la seguridad del sistema, ya que los bancos son instituciones frágiles y el

fracaso de un banco tiene efectos para una gran cantidad de actores de la economía (Banco Interamericano de Desarrollo, 2006).

En contraposición, varios autores consideran que el sector público puede asignar fondos a través de sus bancos a proyectos ineficientes, lo que perjudicaría la productividad y el crecimiento de la economía (La Porta, López-de-Silanes y Shleifer, 2002)¹⁸. Bart, Caprio y Levine (2001) encuentran que una elevada proporción de bancos públicos se encuentra asociada a elevados márgenes bancarios, menor volumen de créditos hacia el sector privado y menos actividad del mercado bursátil. Estos autores opinan que las fallas de los bancos públicos se encuentran en atribuir demasiada importancia a las consideraciones políticas en la gestión del banco¹⁹. Además, Micco, Panizza y Yañes (2004) testean la relación entre propiedad de los bancos y estructura bancaria, y encuentran que esta relación es diferente para los países desarrollados y para los países emergentes. Mientras que en los primeros estas dos variables no están correlacionadas, la relación aparece cuando se analizan los países emergentes. Estos autores encuentran que la propiedad pública de los bancos esta asociada a una baja rentabilidad, elevados costos y una mayor cantidad de préstamos *nonperforming* que los bancos privados. En América Latina, la propiedad pública de los bancos, medida como los activos bancarios propiedad del estado sobre el total de activos bancarios, ha disminuido un 40% entre 1990 y el 2002, en proporción a los activos de los bancos privados (BIS, 2002).

2.6.2.3. Penetración de la banca extranjera

La relación que existe entre la entrada de bancos extranjeros y el desarrollo del sistema financiero es también un tema de debate abierto. Mientras que algunos autores señalan que la entrada de bancos extranjeros, al estimular la competencia, aumentaría la eficiencia de los bancos domésticos, el grado de transferencia tecnológica y mejoraría el acceso de las empresas a la financiación internacional, otros autores no concuerdan con ello.

Los trabajos de Demirgüç-Kunt, Levine, y Min (1998); Claessens, Demirgüç-Kunt y Huizinga, (2001) y Moreno (2007); entre otros, se centran en considerar la ventaja de la entrada de bancos externos a una economía emergente. Estos autores llegan a la conclusión de que la entrada de la banca extranjera tiene una influencia positiva en el grado de eficiencia doméstica, a través de la disminución del margen bancario de los bancos domésticos. Claessens, Demirgüç-Kunt y Huizinga, (2001) realizan un estudio en países con distinto grado de desarrollo y encuentran que los efectos de la entrada de bancos extranjeros varía con el grado de desarrollo de la economía. El efecto positivo de la mejora de la eficiencia se puede observar solo en las economías emergentes.

Peek y Rosengren (2000) argumentan que la entrada de bancos extranjeros produce mejoras en la regulación y supervisión bancaria, ya que estos bancos, están supervisados tanto por el

¹⁸ Esta postura es criticada por Levy-Yeyati, Micco y Panizza (2004), ya que encuentran que los resultados varían cuando se modifica la muestra y el período de análisis.

¹⁹ Para realizar una revisión de la literatura acerca de la relación entre estructura de propiedad de los bancos y las mejoras del sector bancario, ver CEPAL (2006).

país de origen como por el país en donde se instalan. En base a un estudio realizado en un grupo de países de Latinoamérica, encuentran que la presencia de bancos externos puede aumentar los beneficios de una economía, a través de la introducción de nueva tecnología y la mejora en la gestión de los recursos, lo cual aumentaría el desarrollo financiero. Pero además, encuentran evidencia que la presencia de bancos extranjeros aumentó en los países analizados, luego de que sus economías atravesaran períodos de turbulencias financieras. Sin embargo, agregan que la entrada de bancos tiene sus ventajas, pero también sus riesgos.

Desde otro punto de vista, Levy Yeyati y Micco, (2003) realizan un estudio empírico de la relación entre la entrada de bancos extranjeros y el grado de competencia de la economía para un grupo de países de Latinoamérica, y encuentran que, a mayor entrada de bancos externos, menor es el grado de competencia en el sector.

La existencia de grupos de países emergentes heterogéneos lleva a que los resultados lo sean también. Mientras que la relación entre propiedad pública y performance bancaria es la misma para todos los grupos, la relación entre banca extranjera y performance difiere principalmente para el grupo de países de Latinoamérica. Sin embargo, estos autores no explican cual es la causa, sino que lo dejan para futuras investigaciones.

2.6.2.4. Concentración bancaria

Otra cuestión que se analiza a la hora de estudiar el desarrollo del sistema bancario es el grado de concentración. La concentración bancaria se define como la mayor participación en el mercado de una pequeña cantidad de bancos, y suele medirse en relación a la cantidad de activos que posee cada banco en el total de activos bancarios de la economía (Cuenin y Busso, 2000).

La concentración bancaria puede inducir a un comportamiento poco competitivo, llevando al sector a funcionar de manera ineficiente, elevando los precios o segmentando la demanda, lo cual reduce la cantidad total de créditos disponibles y restringe el acceso al crédito de las empresas (Singh, Belaisch, Collyns, et al, 2005). Demirguc-Kunt y Levine (1999) muestran que el grado de concentración bancaria, medido como la proporción de activos de los tres bancos más grandes de la economía en el total de activos del sector bancario, tiende a caer cuando los países tienen un ingreso más alto. Sin embargo, cuando realizan la regresión que relaciona esta variable con el crecimiento económico, si bien el coeficiente tiene valor negativo, resulta no significativo.

Cetorelli y Gambera (2001) encuentran que la concentración bancaria promueve el crecimiento de las empresas que naturalmente se financian con recursos externos, pero la concentración bancaria tiene un efecto desalentador sobre el crecimiento de la economía. Estos autores examinan el rol que cumple la concentración bancaria en el acceso a la financiación de las empresas, y encuentran una relación positiva entre ambas variables. Sin embargo, Claessens y Laeven (2005) muestran que aquellas firmas que utilizan intensivamente financiación externa, muestran un crecimiento proporcionalmente mayor en los mercados financieros desarrollados, comparados con sectores que recurren en menor medida a este tipo de financiación.

Rajan (1992), argumenta que la concentración bancaria puede aumentar el crecimiento de la economía, ya que si los bancos obtienen mayores ingresos, pueden destinar mayores recursos a la búsqueda de información sobre las empresas que demandan créditos, lo cual aumenta la probabilidad de financiar empresas pequeñas que sin esa información no lo harían. Sin embargo, la evidencia empírica sigue sin ser concluyente (Pollack y García, 2004). Claessens y Laeven (2005) agregan que en una economía donde las empresas tienen un mayor acceso a la financiación externa, la competencia en el sistema bancario en oposición a la concentración, lleva a que las mismas crezcan más rápido. Estos autores agregan que un sistema financiero más competitivo esta asociado a las mejoras de los servicios financieros, lo cual esta correlacionado con el crecimiento de la economía²⁰.

En América Latina, la concentración bancaria es elevada en relación a otras regiones emergentes. La misma aumentó en los últimos años, principalmente por el proceso de fusiones y adquisiciones que se realizó en este sector. En el cuadro 2.3 se puede observar la proporción de activos, depósitos y créditos que tienen los 10 bancos más grandes de cada uno de los países Latinoamericanos. Según datos de García Herrero, Santilla, et al (2002), la concentración en el sistema bancario ha caído entre 1990 y el 2000, ya que en este ultimo año, el 40% del total de activos bancarios se encuentran en los tres bancos más grandes de estos países.

Cuadro 2.3. Activos y pasivos de los 10 bancos más grandes como proporción del total de activos bancarios, 2002

| | Número total de bancos | Proporción de activos totales | Proporción de depósitos totales | Proporción de créditos |
|-----------|------------------------|-------------------------------|---------------------------------|------------------------|
| Chile | 28 | 76 | 78 | 80 |
| Colombia | 32 | 67 | 68 | 65 |
| México | 35 | 95 | 90 | 93 |
| Venezuela | 39 | 81 | 36 | 64 |
| Ecuador | 40 | 82 | 79 | 78 |
| Argentina | 71 | 62 | 71 | 66 |
| Brasil | 135 | 70 | 77 | 70 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI, 2005

Levy Yeyati y Micco, (2003) agregan que la concentración bancaria aumentó en los países de América Latina entre 1996 y el 2002, pero no existe evidencia en estos países de que la concentración bancaria disminuya la competencia en el sector. Incluso Singh, Belaisch, Collyns, et al, (2005) argumentan que no existe acuerdo de si la concentración bancaria es un fenómeno bueno o malo para el crecimiento económico.

²⁰ Existe mucha literatura en relación a este tema, no es nuestro objetivo exponer la misma, para una revisión de la literatura sobre concentración bancaria ver Levine, (2006), etc.

Capítulo 3

Análisis de la estructura de los títulos de renta fija en los países desarrollados

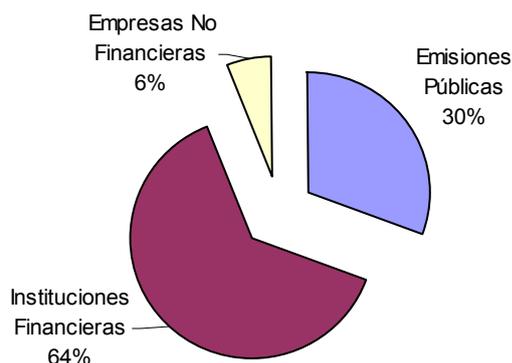
3.1. El mercado de activos de renta fija de Alemania

3.1.1. Introducción

El mercado de renta fija de Alemania ocupa el segundo lugar en cuanto a las emisiones internacionales y el cuarto cuando observamos las emisiones domésticas del mercado en relación a las emisiones en circulación de todo el mundo, además de ser el emisor más importante en la zona euro de la Unión Europea (BIS, 2006).

En los últimos años, el sistema financiero de los estados miembros de la Unión Europea ha sufrido un intenso proceso de transformación. En este contexto, Alemania ha tenido un papel muy importante, no solo como miembro fundador, sino además por su rol como locomotora en la creación de la Unión Monetaria. Dentro de las emisiones de renta fija, los títulos emitidos por entidades financieras son los que predominan en el mercado, representando el 64% del total de títulos de renta fija en circulación, como se puede observar en el gráfico 3.1.

Gráfico 3.1. Volumen de títulos de deuda en circulación por tipo de emisor



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2006

En Alemania, las emisiones del sector público no representan una proporción muy importante dentro de las emisiones de renta fija, el 30% del volumen de circulación. Por último, encontramos las emisiones corporativas o de empresas no financieras, las cuales representan solo el 6% del volumen de emisiones de renta fija. El poco desarrollo del mercado de capitales para el sector de empresas no financieras está en concordancia con la estructura del sistema financiero que existe en Alemania.

La diferencia que observamos dentro de las emisiones privadas, es decir, la gran cantidad de emisiones de instituciones financieras en relación a las emisiones de empresas no financieras, se debe principalmente al *boom* que experimentaron los activos financieros emitidos a través del proceso de titulización. El mercado de los Pfandbrief, como se denominan los títulos de deuda que surgen de un proceso de titulización de activos en Alemania, es el mercado de deuda privada denominada en euros más grandes de Europa.

3.1.2. Organismos reguladores del mercado de renta fija de Alemania

La estructura regulatoria del sistema financieros de Alemania sufrió algunos cambios a partir del 2002. Los organismos reguladores se unificaron en lo que se denominó BAFin (Federal Agency for Financial Supervisory), lo cual supuso un sistema de regulación centralizada, que comparte sus funciones con dos organismos públicos: el Banco Central de Alemania (Bundesbank) y el Ministerio de Finanzas alemán, los cuales realizan tareas de supervisión del sistema financiero.

FEDERAL AGENCY FOR FINANCIAL SUPERVISORY (BAFIN)

La Federal Agency for Financial Supervisory (BAFin) es la única autoridad fuera del gobierno alemán que supervisa los servicios financieros en Alemania. La agencia se fundó en el 2002 y agrupó a la Superintendencia Federal del Sistema Crediticio (Bakred), la Superintendencia de Seguro (BAV) y la Superintendencia de Valores (BAWe).

BAFin es una institución privada pero depende directamente del Gobierno Federal y está sujeta a la supervisión del Ministerio de Finanzas de Alemania. El objetivo principal de BAFin es asegurar el funcionamiento adecuado, la estabilidad y la integridad de todo el sistema financiero alemán. Dos objetivos se desprenden del anterior, el primero, asegurar la solvencia de los bancos, instituciones de servicios financieros y compañías de seguro. El segundo objetivo es proteger a los clientes e inversores, lo cual lleva a prevenir los actos ilegales en todas las áreas financieras²¹. Para cumplir con estos objetivos, BAFin se divide en tres áreas: Supervisión Bancaria, Supervisión de las Compañías de Seguros y Supervisión de la Gestión de los Títulos/Valores.

El área de supervisión bancaria no solo se encarga de supervisar los bancos, sino también los bancos de valores y los *stockbrokers* autorizados para operar como instituciones de servicios financieros. Las restantes instituciones financieras las supervisa el área de supervisión de títulos/valores. Dentro del área de gestión de títulos/valores, BAFin no solo supervisa a las instituciones financieras y las compañías de inversión, sino también todos los productos financieros que se emiten en Alemania.

GERMAN CENTRAL BANK (DEUTSCHE BUNDESBANK)

El Deutsche Bundesbank (a partir de aquí solo Bundesbank) es el Banco Central de Alemania y es una de las partes integrantes más importante del Sistema Europeo de Bancos Centrales (ESCB). La dirección ejecutiva del Bundesbank se encuentra en Frankfurt. Esta comprende el presidente, el vicepresidente, y seis miembros directivos. La dirección es la encargada de crear los estatutos que establecen como se distribuyen las responsabilidades entre los miembros de la misma, y determina las tareas que se deberían delegar a las oficinas regionales. El vicepresidente y dos de los miembros directivos los designa el presidente de la República,

²¹ www.bafin.de/jahresbericht/2004/kapitel_IV_en.pdf

mientras que los 4 restantes están designados por el Bundesrat (Cámara de los Estados) con el acuerdo del Gobierno Federal.

El Bundesbank mantiene 9 oficinas regionales, en las principales ciudades alemanas. Estas oficinas, conocidas como Land Central Bank son responsables del funcionamiento de los bancos en uno o más estados federales. Además de sus funciones como Banco Central, el Bundesbank tiene la responsabilidad legal de mantener la estabilidad del sistema financiero. Para lograr este objetivo, monitorea las operaciones de las instituciones crediticias y de servicios financieros, realizando auditorias periódicas a estas instituciones. La Federal Agency for Financial Supervisión generalmente basa sus medidas supervisoras sobre las evaluaciones de las auditorias del Bundesbank. Una de las funciones adicionales del Bundesbank es realizar la subasta de algunos títulos públicos emitidos por el gobierno alemán.

MINISTERIO DE FINANZAS

Dentro de los objetivos principales del Ministerio de Finanzas, se encuentra el de asegurar la estabilidad del sistema financiero en el largo plazo. Además de sus funciones como emisor de la deuda del gobierno, dentro del Ministerio de Finanzas se encuentra la Federal Exchange Supervisory Authority, un sistema federal de regulación de las agencias estatales. Estas agencias son parte del Ministerio de Economía Federal e individualmente supervisan las bolsas de valores locales tanto como los mercados de deuda y derivados. La actividad más importante es supervisar el proceso de formación de precios, investigando las posibles violaciones de las regulaciones de las bolsas de valores, para prevenir el fraude, además de supervisar las leyes que dictan cada una de las bolsas de valores.

3.1.3. Emisiones públicas internas

El Ministerio de Finanzas de Alemania es el organismo público emisor de la deuda del gobierno. Bajo el sistema federal alemán, la deuda del gobierno es también emitida por los estados (Länder) y las comunidades (Gemeinden). Sin embargo, aquí describimos solo los títulos emitidos por el Gobierno Central.

Dentro del Ministerio de Finanzas, el organismo administrador de la deuda del Gobierno se denomina Agencia Financiera Alemana (German Finance Agency). Esta agencia es un organismo privado que está bajo el control del Ministerio de Finanzas, y si bien su principal tarea es administrar la deuda del gobierno, cumple con otras funciones como por ejemplo asesorar al Ministerio de Finanzas en relación al financiamiento del presupuesto, sobre los requerimientos de dinero de la República Federal de Alemania, etc.

Los títulos que actualmente emite el gobierno son los Federal Bonds o Bunds (Bonos Federales), las Five-year Federal Notes o Bolb (Notas Federales a cinco años), las Federal Treasury Notes (Notas Federales del Tesoro), Federal Savings Notes (Notas Federales de Ahorro), Federal Treasury Financing Paper, Treasury Discount Paper o Bubills (Títulos del Tesoro al Descuento), y los recientemente emitidos Euro Inflation Linked Bonds (Bonos

Vinculados a la Inflación en Euros), que son parte de los Federal Bonds (Bonos Federales). Además existen otros títulos que se consideran aparte, ya que o bien fueron emitidos en circunstancias especiales y no se volvieron a emitir, y no representan un volumen de emisión importante. Todos los bonos, excepto los Treasury Discount Paper, que estaban en circulación en enero de 1999 fueron convertidos en euros.

Por otro lado, el Bundesbank es el encargado de realizar las subastas de los títulos públicos para los Treasury Discount Paper, Federal Treasury Notes, Five-year Federal Notes y Federal Bonds; y de realizar las tap issues, es decir las emisiones por medio de operaciones de mercado abierto los Federal Treasury Financing Paper y Federal Savings Notes. En el cuadro 3.1. que se presenta al final del apartado un cuadro resumen de las principales características de las emisiones públicas, así como su volumen en circulación para junio del 2006.

3.1.3.1. Títulos emitidos periódicamente por el Ministerio de Finanzas de Alemania

FEDERAL BONDS (BUNDS)

Los Federal Bonds, que se emiten desde 1952, juegan un rol muy importante en el mercado de capitales. Además de representar el 63% del total de la deuda emitida por el gobierno, se toman como benchmark para la valoración del resto de los títulos de largo plazo en el mercado alemán. Estos títulos son emitidos por medio de subastas a través del Bund Issues Auction Group, el cual representa las instituciones autorizadas por el gobierno para participar en el mercado primario.

Estos bonos se emiten con vencimientos que van desde los diez a los treinta años, y la tasa cupón puede ser fija o variable. Los Federal Bonds que se emiten a tasa variable pagan cupones tomando como índice de referencia la tasa de interés EURIBOR²². Estos títulos en general se emiten a plazos de diez años y se pagan los intereses actualizados por la tasa de referencia cada tres meses. Actualmente no se encuentran en circulación.

A partir del 6 de marzo del 2006 el Gobierno Alemán comenzó a emitir Federal Bonds indexados, estos títulos fueron los primeros bonos indexados por inflación, y se denominaron Euro Inflation Linked Bonds. El principal de estos bonos se ajusta por el Índice Armonizado de Precios al Consumidor de la Zona Euro, excluyendo el tabaco (HICP ex tobacco), publicado mensualmente por Eurostat. Los intereses se pagan anualmente, y al igual que todos los Federal Bonds, se emiten a 10 años y la emisión se realiza a través de un proceso de subastas sindicadas.

Dentro de los Federal Bonds se encuentran los denominados Foreign Currency Denominated que el Gobierno Alemán comenzó a emitir en el 2005. Estos títulos se emiten con cupón fijo y tienen un vencimiento de cinco años. La novedad de estos bonos es que se emiten en dólares estadounidenses.

²² Antes de la introducción del Euro los títulos estaban vinculados a la tasa FIBOR, la tasa de interés interbancaria de Alemania.

FIVE-YEAR FEDERAL NOTES (BOBLS)

Los notas federales a cinco años (Bobls) representan el 20% del total de las emisiones de activos de renta fija del gobierno. Hasta 1995 las notas a cinco años se emitían por medio de *tap issues* con cupón fijo y vencimientos de cinco años y tres meses. Las *tap issue* son emisiones que no se realizan por medio de subastas, sino que se realizan por medio de operaciones de mercado abierto. Estos títulos pueden ser adquiridos por agentes individuales y organizaciones sin fines de lucro.

Entre agosto de 1995 y febrero del 2003, las notas se colocaban por medio de un proceso combinado de *tap issues* y subastas para inversores institucionales. En principio se emitían con un vencimiento de cinco años y medio mediante *tap issues* por un período de seis meses. Pasado este período, cuando las notas tenían un vencimiento de cinco años, se realizaba la subasta para los inversores institucionales. A partir del 2003 se unificaron los métodos de emisión para casi todos los títulos del gobierno, por lo que se comenzó a emitir por medio de subastas. Solo los miembros del Bund Issues Auction Group tienen el derecho de realizar ofertas directamente al gobierno. Luego de la subasta, los bonos deben ser comprados en el mercado secundario. A partir de aquí, el tiempo que resta hasta el vencimiento es de cinco años justo.

FEDERAL TREASURY NOTES

Las Notas del Tesoro Federal son emisiones con dos años de vencimiento, cupón fijo, y se colocan por medio de subastas cada tres meses. En principio pueden ser adquiridos por cualquier institución, pero solo pueden realizar ofertas directas en las subastas los miembros de Bund Issues Auction Group.

FEDERAL SAVINGS BONDS

Estos bonos fueron emitidos con el objetivo de ampliar la demanda de títulos públicos hacia la población alemana. La adquisición de estos títulos esta restringida a los individuos y a los organismos sin fines de lucro. Dos tipos de savings bonds son ofrecidos por el gobierno alemán. El tipo A cuyo vencimiento es de seis años y paga cupones anualmente. El otro tipo de Saving Bonds es el tipo B, que es un título cupón cero y se emite a siete años de vencimiento.

Una de las características especiales de estos bonos es que los intereses aumentan de acuerdo a un programa prefijado por las autoridades de emisión, lo que se denomina cupón step up. En este sentido, que los intereses aumenten durante la vida del título, le da un incentivo al inversor a mantener los títulos hasta el vencimiento. Si las condiciones del mercado cambian, la emisión de la serie corriente es suspendida y se realizan las ventas de nuevas series cuyos términos se van alineando con las nuevas condiciones del mercado. Otra característica distintiva es que los Federal Savings Bonds no cotizan en el mercado secundario.

FEDERAL TREASURY FINANCING PAPER

Estos títulos se emiten con vencimiento entre uno y dos años, en intervalos mensuales, variando las características de emisión si las condiciones del mercado lo requieren. Los Treasury Financing Paper se emiten al descuento y pueden ser adquiridos por cualquier institución, excepto las instituciones de crédito. Dependiendo de los resultados de las ventas, la cantidad total de las series individuales puede variar, al igual que los Savings Bonds. Debido a que son emitidas en el corto plazo, los Treasury Financing Paper no cotizan en el mercado.

TREASURY DISCOUNT PAPER (BUBILLS)

Estos títulos se emiten con vencimientos a seis meses. Al igual que los Treasury Financing Papers, son emitidos al descuento. Pero a diferencia de ellos, los primeros están destinados en primer lugar a inversores institucionales y banco centrales extranjeros, aunque cualquiera pueda ser titular de los Bubills. Se emiten por medio de subastas a través de Bund Issues Auction Group en intervalos de tres meses. Los Bulbills no cotizan en el mercado.

STRIPS

A mediados de 1997 el gobierno alemán autorizó por primera vez la segregación de los títulos públicos. El primero de ellos fue el Bunds a treinta años. Actualmente se pueden segregar los títulos emitidos a treinta, diez, cinco y dos años, con fechas de pagos de cupón en 4 de enero o el 4 de julio.

3.1.3.2. Títulos emitidos por el Ministerio Alemán en situaciones especiales

TREASURY BILLS

Las Treasury Bills son letras del Tesoro emitidas al descuento. Si bien el gobierno utiliza las letras del tesoro para manejar la liquidez de la economía, estos títulos no tienen un rol significativo en el mercado. En lugar de las Treasury Bills, el gobierno comenzó a emitir los denominados Bund Cash Management Bills (Cash Bills). Los vencimientos aproximadamente son de 1 mes, pero se han realizado emisiones que llegaron a tener vencimientos de un año. Los Cash Bills son títulos emitidos al descuento que el gobierno federal vende en el mercado abierto cuando es necesario. Las ventas en el mercado abierto pueden ser por medio de negociación individual o por medio de subastas a los miembros de Bund Issues Auction Group.

FUNDING BONDS

Los Funding Bonds se emitieron a partir de la reunificación alemana, con el objetivo de unificar también las emisiones de títulos en distintas monedas. Para cumplir con este objetivo, se

realizaron emisiones de 15 series de Funding Bonds, los cuales se emitieron tanto a tasa fija como variable, pagando cupones semestrales. Las emisiones no exceden los veinte años.

CURRENCY CONVERSION EQUALISATION FUNDS

Estos bonos se originaron para financiar las pérdidas sufridas por las instituciones de créditos en la formación de la Republica Federal Alemana. Estas perdidas surgieron de la conversión asimétrica de activos y pasivos, lo cual había causado importante desajustes en los balances de algunas instituciones crediticias y empresas extranjeras. Los Currency Conversion Equalisation Funds pagan cupones ligados al tipo de interés EURIBOR a tres meses, y se emitieron con plazos de vencimientos de cuarenta años.

3.1.3.3. Mercado Primario

Los títulos públicos se pueden emitir de diferentes formas en el mercado primario, dependiendo del tipo de título que estemos considerando. Para los Federal Bonds, Five-year Federal Notes, Federal Treasury y los Treasury Discount Paper, las emisiones se realizan por medio de subastas, en la cual se pueden realizar ofertas competitivas y no competitivas. Para el caso de los tres primeros, se adjudican las ofertas competitivas cuyo precio esté por encima del precio más bajo aceptado por el Gobierno Federal, y las que se encuentran por debajo de este precio no son aceptadas. Las ofertas no competitivas se adjudican al precio promedio aceptado de las ofertas competitivas.

En el caso de los Treasuries Discount, las ofertas competitivas que se encuentren por debajo de la tasa de rendimiento aceptada por el Gobierno Federal serán aceptadas en su totalidad, mientras que las que se encuentren por encima no se consideran. Las ofertas no competitivas se adjudican al promedio ponderado de las tasas de rendimiento de las ofertas competitivas aceptadas. En cuanto a los potenciales compradores, no hay restricciones. Sin embargo, solo los miembros del Bund Issues Auction Group que determina la Agencia Financiera Alemana podrán realizar sus ofertas directas al gobierno. Las emisiones de Euro Inflation Linked Bonds, se realizan a través de sindicatos de bancos.

En el caso de las Federal Savings Notes y de los Federal Treasuries Financing Paper, las emisiones se realizan por medio de tap issues, es decir las emisiones por medio de operaciones de mercado abierto.

3.1.3.4. Mercado Secundario

El mercado secundario de títulos públicos alemán es uno de los más grandes y más líquidos del mundo (Deutsche Bundesbank, 2000). Las negociaciones en Alemania se dividen en tres segmentos del mercado: mercado oficial, en donde se encuentran las bolsas de valores, mercado regulado y mercado no oficial regulado y Over the Counter (OTC). Los títulos públicos son negociados tanto en las bolsas de valores, es decir, mercados oficiales y en mercados

OTC. Hay ocho bolsas oficiales en Alemania, la más importante en cuanto a volúmenes negociables y cantidades de títulos cotizados, es la Bolsa de Valores de Frankfurt. En el cuadro 3.1 podemos encontrar un resumen de las principales características de los títulos públicos emitidos por el gobierno alemán

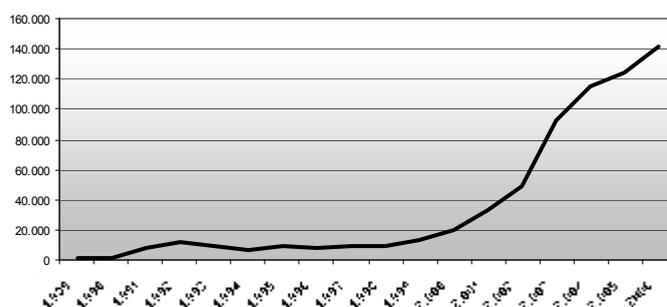
3.1.4. Emisiones privadas

Dentro de las emisiones privadas podemos diferenciar aquellas que emiten las entidades no financieras que las llamaremos corporate bonds y las emisiones de títulos que surgen de un proceso de titulización, en donde encontramos el mercado de emisiones privadas más grande de Alemania, los Pfandbrief. Al final de este apartado se presenta un cuadro que resume las características de los títulos de renta fija privados.

CORPORATE BONDS

Los bonos corporativos, como se mencionó anteriormente, son aquellos que emiten las empresas no financieras. Estos títulos no han tenido un rol muy importante en el mercado de activos de renta fija de Alemania, debido principalmente a que este país tiene un sistema financiero basado en bancos más que en el mercado de capitales (Rajan y Zingales, 2003a), es decir, las empresas se financian en mayor medida a través de préstamos bancarios que a través de emisiones de acciones o bonos (Rajan y Zingales, 2002a; Demirguc-Kunt y Levine, 1999; Allen, Bartiloro, y Kowalewski; 2006). Además, los requerimientos legales que se les imponen a las empresas para emitir bonos, hace que las mismas sea más costosa que pedir un préstamo en el sector bancario (Ong y Luengnaruemitchai, 2005). Las emisiones de bonos corporativos en Alemania esta concentradas en un pequeño número de industrias. En primer lugar se encuentran la industria automotriz y la del transporte. Sin embargo, en los últimos años ha experimentado un marcado crecimiento y ha comenzado a ser un importante medio de financiación. Uno de los sucesos que marcaron este crecimiento fue la introducción del Euro, y junto a ello la integración de los mercados nacionales de títulos de deuda (Deutsche Bundesbank, 2004). En el gráfico 3.2. se puede observar como a partir del año 1999, las empresas comenzaron a emitir un mayor volumen de bonos en el mercado doméstico, lo cual coincide con el establecimiento del euro como moneda única de Europa.

Gráfico 3.2. Evolución de las emisiones domésticas de empresas no financieras



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2006

Cuadro 3.1. Principales características de las emisiones públicas en Alemania

| Organismo Emisor | Nombre | | Proceso de Emisión | Frecuencia de emisión | Cupón | Pago de interés | Amortización | Vencimiento | Segregable | Stock | Mercado Secundario |
|------------------------|---------------------------------------|------------------------------|---------------------|-----------------------|-----------------|-----------------|--------------|--------------|------------|-------|--------------------------|
| Ministerio de Finanzas | Federal Bonds | Fixed interest | Subastas | Semanal | Fijo | Anual | Al vto. | 10 a 30 años | Si | 61,6% | Bolsa de Valores/OTC |
| | | Euro Linked Bond | Subastas Sindicadas | No programada | Variable* | Anual | Al vto. | 10 años | | 0,6% | |
| | | Foreing currency denominated | Subastas | | Fijo | Anual | Al vto. | 5 años | | 0,6% | |
| | Five-year Federal Notes | | Subastas | Trimestral | Fijo | Anual | Al vto. | 5 años | Si | 20,3% | |
| | Federal Treasury Notes | | Subastas | Trimestral | Fijo | Anual | Al vto. | 2 años | Si | 12,8% | |
| | Treasury Discount Paper | | Subastas | No programada | Al descuento | | - | 6 meses | No | 4,1% | No cotizan en el mercado |
| | Federal Savings Notes | Serie A | Tap Issues | No programada | Variable | Anual | Al vto. | 6 años | No | - | No cotizan en el mercado |
| | | Serie B | | | Variable | Cupón cero | | 7 años | | | |
| | Federal Treasury Financing Paper | | Tap Issues | Mensuales | Al descuento | | - | 1 a 2 años | No | | |
| | Treasury Bills | | Tap Issue/ Subastas | No programada | Al descuento | | - | 1 mes | No | | |
| | Funding Bonds | | No programadas | | Fijo o Variable | Semestral | Al vto. | ≥ 20 años | No | | Bolsa de Valores/OTC |
| | Currency Conversion Equalisation Fund | | No programadas | | Variable | Anual | | 40 años | No | | |

*Corresponden a títulos están indexados por inflación

Los bonos de deuda corporativa se emiten con vencimientos que van desde uno a treinta años, en general pagan cupones fijos anuales, aunque también existen emisiones a cupón variable y cupón cero. Al igual que todos los activos de renta fija, los bonos corporativos se negocian en su mayoría en mercados OTC, si bien existen negociaciones realizadas en las Bolsas de Valores.

LOS PFANDBRIEF

El mercado de los Pfandbrief es uno de los segmentos más grande de Alemania y se encuentra en la cuarta posición dentro del mercado de renta fija de Europa, luego de las emisiones de títulos públicos de Italia, Alemania y Francia.

Estos títulos son los más cercanos a los Federal Bonds en cuanto a calidad crediticia y liquidez. Los Pfandbrief son emitidos principalmente por bancos hipotecarios de Alemania y surgen de un proceso de titulación de préstamos hipotecarios. En Alemania podemos dividir el mercado de los Pfandbrief en dos segmentos: los Public Pfandbrief y los Mortgage Pfandbriefe: también se encuentran los Ship Pfandbriefe, además de los recientes productos emitidos: las Notas a Mediano Plazo (MTN) y las obligaciones negociables (CP).

Cuando las emisiones se producen en grandes dimensiones, estos títulos se denominan Jumbo Pfandbrief. El mercado de los Jumbo Pfandbrief fue introducido en 1995, y actualmente casi el 90% son del tipo Public Pfandbrief. Este segmento se creó para incrementar el nivel de estandarización de los Pfandbrief y mejorar las características de liquidez con el objetivo de atraer a inversores internacionales que esperaban acceder a instrumentos líquidos y seguros, con un rendimiento competitivo. Sin embargo, mientras que la estandarización de las emisiones ayuda a mejorar la transparencia del mercado, no le permite al emisor categorizar a los inversores de acuerdo a sus necesidades. Los Pfandbrief son negociados en las bolsas de valores de Alemania, y son los únicos títulos de renta fija en Alemania que no se negocian en mercados OTC.

a. Mortgage Pfandbrief

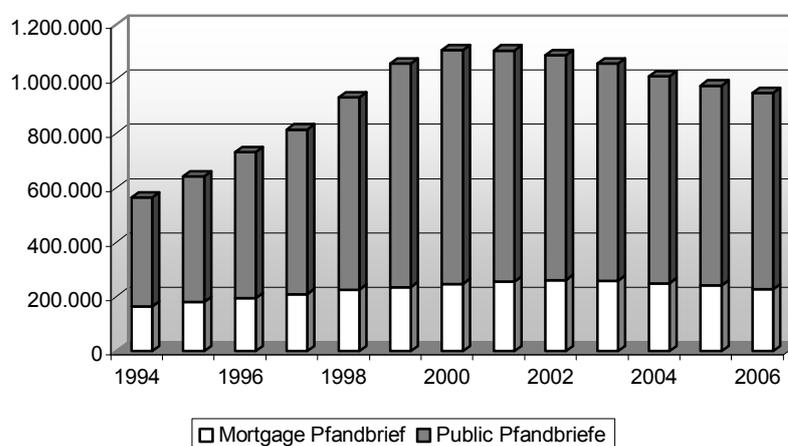
Los Mortgage Pfandbrief son bonos que surgen de un proceso de titulación de préstamos hipotecarios, emitidos exclusivamente por las entidades alemanas autorizadas, entidades financieras y bancos hipotecarios privados de alta calidad crediticia en Alemania, otros estados miembros de la Unión Europea y Suiza. Las instituciones que emiten Pfandbrief mantienen un conjunto de activos como garantías de estos títulos. Los Pfandbrief son gestionados dinámicamente, con nuevos activos que se suman a los ya existentes y activos que son removidos cuando los préstamos se devuelven. Todo este proceso está monitoreado por un fideicomisario, nombrado por las autoridades supervisoras bancarias. Los bancos a su vez son supervisados tanto por estas entidades como por el Bundesbank. En el caso de insolvencia las cantidades circulantes de Pfandbrief y sus préstamos colaterales son inmediatamente eliminados de la hoja de balance y se manejan como un fondo propio hasta que el último Pfandbrief se vence. Durante este período, los tenedores tienen un derecho de pago preferencial sobre los flujos de caja de los activos colateralizados, o proceden a su venta.

b. Public Pfandbrief

Los *Public Pfandbrief* se emiten con el objetivo de financiar préstamos de los estados, municipios y otras entidades públicas autorizadas en Alemania. Estos títulos se emiten con un vencimiento superior a los diez años.

El volumen de emisión de este tipo de títulos es el que predomina dentro de las emisiones de los *Pfandbrief*, pero a partir del año 2003 ha disminuido, lo cual se puede explicar porque las instituciones públicas están captando fondos de forma más directa, sin la necesidad de que los bancos sean los intermediarios (Packer, Stever y Upper, 2007). Esta situación se ve reflejada en el gráfico 3.3. en el cual se presenta el volumen en circulación de los dos tipos de *pfandbrief* de mayor volumen en el mercado, los *public pfandbrief* y los *mortgage pfandbrief*.

Gráfico 3.3. Volumen en circulación de Mortgage y Public Pfandbrief



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Deutsche Bundesbank

Se puede observar como, mientras que los mortgage pfandbrief mantienen un determinado volumen de emisión prácticamente sin alteraciones, los public pfandbrief son los que disminuyen a partir del 2003.

c. Structured Pfandbrief

Los Pfandbrief estructurados son títulos cuya tasa de interés es variable, y está relacionada con una determinada tasa de referencia que se va ajustando al alza en fechas preestablecidas (step-up bonds). Estos instrumentos son flexibles en relación a la estructura. Debido a que no cuentan con una elevada liquidez en el mercado, los títulos en general se mantienen hasta el vencimiento.

d. Notas a Medio Plazo y Obligaciones negociables

Una reciente incorporación a la variedad de Pfandbrief han sido los programas de notas a mediano plazo y las obligaciones negociables. Los Pfandbrief emitidos bajo estos programas ofrecen una mayor amplitud de vencimientos y pueden ser denominados en diferentes monedas.

MERCADO PRIMARIO

No todos los Pfandbrief se emiten de la misma manera. Los Traditional Pfandbrief se ofrecen a la venta a través de operaciones de mercado abierto por medio de tap issues. Los precios de emisión varían dependiendo de la tasa del mercado de capitales en el momento de la emisión. Los *Jumbo Pfandbrief* se colocan a través de sindicatos de bancos, tanto nacionales como internacionales. Los emisores aplican el método *fixed price reoffe*. Este tipo de emisión consiste en el acuerdo del precio de venta de títulos entre el *lead manager* y el emisor del mismo. Durante el período de suscripción los bonos se venden a este precio uniforme entre los inversores. Un resumen de las características de los títulos privados se pueden observar en el cuadro a continuación.

Cuadro 3.2. Principales características de las emisiones privadas en Alemania

| Organismo Emisor | Nombre | | Mercado primario | Tipo de cupón | Pago de interés | Amortización | Vto. | Mercado Secundario |
|--|--------------------|----------|--------------------------------|-----------------|-----------------|--------------|-------------|----------------------|
| Empresas | Bonos Corporativos | | | Fijo o Variable | | | 1 a 30 años | Bolsa de Valores/OTC |
| Bancos Estatales, Instituciones estatales de crédito y cajas de ahorro | Pfandbrief | Public | Operaciones de mercado abierto | Fijo o Variable | Anual | Al vto. | 1 a 10 años | Bolsa de Valores |
| | | Mortgage | | | | | ≥ a 14 años | |

3.1.5. Conclusión

El mercado de renta fija de Alemania es uno de los principales mercados dentro de la Unión Europea. Como se pudo observar en la introducción de este apartado, las emisiones privadas, y dentro de ellas, las emisiones de instituciones financieras, son las que representan una mayor proporción de títulos en circulación, más de la mitad de los títulos.

Alemania cuenta con el mayor mercado dentro de Europa de bonos provenientes de la titulización de activos, dentro de las cuales se encuentran los Pfandbrief, el mercado de títulos de deuda privada más grande de Europa. Dentro de las emisiones públicas se puede observar que la mayoría se emiten con pago de cupones periódicos, tasa cupón fija y amortización al vencimiento. Estos títulos representan el 95% del total de títulos de renta fija en circulación emitidos por el gobierno central. Dentro de las emisiones privadas, se puede observar la gran preponderancia de las emisiones de instituciones financieras que, como se mencionó en la

introducción, se debe a la gran cantidad de títulos de renta fija que surgen de un proceso de titulización de activos, principalmente de créditos hipotecarios.

3.2. El mercado de activos de renta fija de España

3.2.1. Introducción

El mercado de activos de renta fija español es uno de los más desarrollados de Europa, tanto por su volumen de títulos en circulación como por la estructura de los títulos. España es el quinto emisor de activos de renta fija en Europa, contando las emisiones públicas y privadas, en el mercado interno y en el mercado internacional. Dentro del mercado de renta fija observamos que el 25% del volumen en circulación corresponden a los títulos emitidos por el sector público, el 59% a emisiones de entidades financieras, y el 16% corresponden a emisiones de empresas no financieras, como se puede observar en el gráfico 3.4. La importante proporción de títulos emitidos por entidades financieras se puede explicar por el auge de la titulización en España, sobre todo los bonos cuyo subyacente son préstamos hipotecarios.

Gráfico 3.4. Volumen de títulos de deuda en circulación por tipo de emisor



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2006

3.2.2. Organismos reguladores del mercado de renta fija de España

En España, la máxima autoridad en relación a los mercados financieros es el Gobierno, el cual a través del Ministerio de Economía y Hacienda, se encarga de controlar el buen funcionamiento de todas las instituciones financieras españolas. El Ministerio de Economía y Hacienda ejerce sus funciones a través de tres organismos: la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), el Banco Central, y la Dirección General de Seguros y Fondos de

Pensiones, siendo los dos primeros los organismos de mayor competencia en relación al mercado de renta fija español.

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV)

La Comisión Nacional del Mercado de Valores de España (CNMV) es el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores de España y de sus integrantes, así como de todas las actividades relacionadas con los mismos, con el objetivo final de velar por la transparencia de los mercados de valores y la correcta formación de precios para proteger a los inversionistas que en ellos participan. Específicamente, la CNMV supervisa a las sociedades que emiten valores para su colocación pública, los mercados secundarios y a las empresas que prestan servicios de inversión.

EL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España se encuentra dentro del Sistema Europeo de Bancos Centrales (ESCB) que esta compuesto por el Banco Central Europeo (ECB) y los bancos centrales de todos los países miembros de la Unión Europea. Si bien al Banco de España le corresponde las mayores atribuciones dentro de España, ya que tiene bajo su control a la mayoría de las instituciones financieras y es el encargado de ejecutar las políticas monetarias, el ECB se encarga de la definición, instrumentación y objetivos de dichas políticas.

En lo referente al mercado de renta fija, y más específicamente a lo referente a los títulos públicos, el Banco de España al ser el Banco del Estado, presta servicios financieros al Tesoro y las Comunidades Autónomas cuando las mismas lo requieran, contribuyendo con sus medios técnicos a facilitar su gestión. El Banco de España es el organismo rector del mercado de Deuda Pública Anotada. Entre sus funciones se encuentra la de aprobar y elaborar los reglamentos que rigen el mismo, administrar las emisiones admitidas en el mercado y publicar las operaciones realizadas en el mercado de Deuda Pública en Anotada.

MERCADOS SECUNDARIOS DE TÍTULOS DE RENTA FIJA

AIAF es el mercado secundario de los títulos de renta fija emitidos por empresas de tipo industrial, entidades financieras y las Administraciones Públicas Territoriales. El Mercado AIAF se encuentra bajo la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

INSTITUCIONES DE CUSTODIA Y LIQUIDACIÓN DE TÍTULOS DE RENTA FIJA: IBERCLEAR

Iberclear es la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores. Dentro de sus funciones encontramos:

- Llevar el registro de los valores presentados por medio de anotaciones en cuenta, admitidos para su negociación en los mercados en los que se negocien valores de renta fija
- Realizar la liquidación y la compensación de las operaciones realizadas en estos mercados.
- Asesorar a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF), a la CNMV, al Banco de España, Comunidades Autónomas, etc.

OTROS PARTICIPANTES DEL MERCADO DE RENTA FIJA

a. Titulares de Cuentas

Los titulares de cuenta a nombre propio son entidades financieras que están autorizadas a adquirir y mantener deuda pública anotada a nombre propio en Iberclear. Para ser titular de cuenta se debe presentar una solicitud al Banco de España, quien la remite a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF), la cual decide si se le otorga o no a la entidad solicitante la condición de ser titular de cuenta en la Central de Anotaciones. Los Titulares de cuentas pueden realizar operaciones sobre la Deuda del Estado exclusivamente a cuenta propia.

b. Entidades Gestoras

Son entidades que pueden operar por cuenta de terceros, es decir, de agentes que no pueden operar a cuenta propia. Las entidades gestoras, excepto las agencias de valores, pueden ostentar la condición de ser titulares a cuenta propia. Las agencias de valores por su parte, solo pueden operar por cuenta propia a través de otra entidad gestora

c. Creadores de Mercado

Los creadores de mercado (market makers), son un grupo pequeño de entidades designados por la Director General del Tesoro y Políticas Públicas (DGTP), que realizan operaciones tanto en el mercado primario como en el secundario. Una de las finalidades de los creadores de mercado es mantener la liquidez en el mercado secundario de los títulos públicos y cooperar con la DGTP en la difusión de la deuda del Estado. Actualmente existen 6 entidades financieras que actúan como creadores de mercado.

3.2.3. Emisiones Públicas

Como se señaló anteriormente, los títulos de deuda pública representan casi el 25% del total de emisiones de renta fija en el mercado español. La deuda pública de España la emite el Tesoro Público, a través de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, que se encuentra dentro del Ministerio de Economía y Hacienda. Además existen emisiones de las

comunidades autónomas y municipios, por lo cual distinguimos entre emisiones del Tesoro Público a las emisiones del gobierno central, y las emisiones semipúblicas que no se consideran en esta descripción, correspondientes a emisiones de las comunidades autónomas, municipios y empresas públicas.

Con respecto a las emisiones del gobierno central, el Tesoro elabora el calendario de subastas, convoca las mismas y determina el volumen a emitir y el rendimiento de la emisión. Como anteriormente señalamos, el Banco de España juega un rol importante en las emisiones de deuda Pública. Como parte de sus funciones, el Banco de España es el agente financiero de la Deuda Pública, gestiona la Central de Anotaciones, supervisa el funcionamiento y la transparencia del Mercado de Deuda Pública Anotada.

A partir de 1990 el Banco de España funciona en el mercado como una Entidad Gestora para aquellas personas o entidades que deseen mantener sus títulos en una cuenta en el propio Banco de España. Los títulos emitidos por el Gobierno se pueden dividir en: Letras del Tesoro, Bonos y Obligaciones del Estado, estos dos últimos se diferencian básicamente por su período de vencimiento. Al final del apartado 3.2.3, se presenta un cuadro resumen de las principales características de las emisiones públicas, así como su volumen en circulación para junio del 2006.

3.2.3.1 Emisiones del Tesoro Público

LETRAS DEL TESORO

Son títulos de deuda pública emitidos por el Director General del Tesoro y Políticas Públicas (DGTPF) en general mediante subastas mensuales, aunque puede realizarse mediante otro sistema que se considere adecuado en función del tipo de operación de que se trate. El objetivo de este instrumento es la intervención en el mercado monetario y la persecución de objetivos de política económica en general. Estos títulos se emiten al descuento, con un valor nominal de 1000 euros. Actualmente las letras se emiten a seis, doce y dieciocho meses de vencimiento. Las variaciones de los precios de las Letras suelen ser pequeños debido principalmente a que el período de vencimiento es corto. Además son títulos muy líquidos y de bajo riesgo. En España las Letras del Tesoro se comenzaron a emitir a partir de 1987, como reemplazo de los Certificados de Regulación Monetaria (CRM).

BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO

Los Bonos y Obligaciones del Estado se emiten por medio de subastas competitivas mensuales. Su finalidad, al igual que las letras, es intervenir en el mercado monetario. Ambos títulos pagan cupones fijos anualmente y se emiten con un valor nominal de 1000 euros. La diferencia entre ambos se encuentra en el plazo de vencimiento, ya que actualmente los Bonos del Estado se emiten con vencimientos a tres y cinco años, y las Obligaciones del Estado con vencimientos de diez, quince, y treinta años. Según estadísticas del BCE, el porcentaje de emisiones de Obligaciones del Estado en el 2006 fue del 77%, mientras que la emisión de Bonos llegó al 23%.

STRIP

El Tesoro Público permitió la segregación de los Bonos y Obligaciones del Estado para aquellos títulos emitidos a partir de 1997, aunque la segregación se comenzó a realizar a partir de 1998. El Tesoro no emite directamente los valores segregados, las entidades financieras autorizadas son las que efectúan la segregación, y el organismo encargada de autorizar la segregación es la DGTPF. No todos los bonos son segregables, solo aquellos que cumplen con determinadas características, por ejemplo: tienen que tratarse de valores de renta fija con rendimiento explícito, emitidos por el Estado y las Comunidades Autónomas en el Mercado de Deuda Pública y tener un plazo de emisión no inferior a los tres años. El objetivo de la segregación es ampliar la oferta de valores negociados, así el Tesoro no tiene que emitir directamente títulos cupón cero. La ventaja de los strips para los inversores es que estos títulos tienen la posibilidad de eliminar el riesgo de reinversión.

3.2.3.2. Mercado primario

La emisión de deuda del Estado se realiza por medio de subastas. En el mercado español existen tres tipos de subastas, ordinarias, especiales y restringidas. Las subastas ordinarias son aquellas que tienen periodicidad preestablecida; las especiales se presentan fuera de la periodicidad anteriormente mencionada; y las subastas restringidas solo se realizan para un número limitado de entidades. Para el caso de los Bonos y Obligaciones del Estado, el Tesoro realiza una serie de subastas del mismo activo para diferentes meses (subastas en tramos), con el objetivo de aumentar la liquidez de estos títulos. En cualquiera de estos tipos de subastas se pueden presentar dos tipos de solicitudes: competitivas y no competitivas. En las primeras se indica el precio a pagar o el tipo de interés solicitado. En las solicitudes no competitivas no se indica el precio y supone la aceptación del precio que resulte de la subasta competitiva.

El Tesoro cuando recibe las ofertas competitivas en principio las clasifica de mayor a menor precio ofrecido, determina el volumen nominal o efectivo que se desea emitir, fijando el precio mínimo aceptados y todas las peticiones cuyo precio ofrecido sea igual o mayor que el mínimo aceptado se adjudican a ese precio. Aquellas peticiones competitivas que ofrecen un precio inferior al precio medio ponderado e igual o superior al precio marginal son aceptadas al precio ofrecido, y las demás son aceptadas al precio medio ponderado. Siempre que haya peticiones competitivas se deben aceptar todas las peticiones no competitivas.

3.2.3.3. Mercado Secundario

Si bien existe un solo mercado en el que se incluyen todas las operaciones en la que la Deuda Pública cambia de titular y de donde se toma la media de los precios negociados en una sesión, suelen distinguirse tres ámbitos de negociación:

- 1) El mercado ciego o sistema de cotización centralizada, en el cual solo operan aquellas entidades financieras que se consideran miembros del mercado de deuda pública. Se denomina mercado ciego ya que las contrapartes no se conocen. El mercado ciego

constituye el núcleo del sistema ya que los participantes de este mercado se comprometen a mantener un determinado margen entre el precio de compra y el precio de venta.

2) El segundo ámbito es aquel en el que las negociaciones se realizan en forma bilateral, directa o a través de *broker*. En este mercado se desarrolla el resto de las negociaciones entre los titulares de cuenta.

3) El último ámbito de negociación comprende las transacciones entre las entidades gestoras y sus clientes.

Las operaciones de compraventa de deuda pública pueden clasificarse en: operaciones simples, donde encontramos las operaciones al contado y a plazo, operaciones dobles, dentro de las cuales encontramos las operaciones simultáneas y repos, y por último las operaciones de segregación y reconstitución de Bonos y Obligaciones del Estado, que se explicaron anteriormente.

a. Operaciones simples

Se denominan así debido a que la transacción se realiza en una sola operación. Dentro de ellas encontramos:

- *Operaciones al contado*: se da cuando tanto la transmisión como el pago se efectúan antes del sexto día hábil siguiente a la fecha de contratación. Dentro de estas operaciones podemos encontrar las simples, es decir, compraventa a vencimiento, y las dobles que son operaciones de compraventa con pacto de recompra y se conocen como repo. Las operaciones repos a su vez pueden ser a una fecha y precio prefijados o a la vista, es decir, durante un período y a un precio que mantenga las condiciones de rentabilidad pactadas en la contratación.
- *Operaciones a plazo*. La transmisión y el pago de los valores se realiza después del quinto día hábil siguiente a la fecha de contratación, solo toman la modalidad de simples.

b. Operaciones dobles

Consisten en que las partes que realizan la operación acuerdan cerrar simultáneamente dos operaciones simples, una de compra y otra de venta.

- *Simultáneas*: en este caso las operaciones se refieren a un mismo activo y por el mismo importe nominal. Además, el comprador puede disponer plenamente del activo adquirido.
- *Repos*: es la misma operación que las simultáneas con la diferencia que el comprador del activo no puede disponer plenamente del mismo.

Actualmente el Tesoro de España tiene un sistema electrónico por el cual los inversores pueden comprar, vender o traspasar títulos públicos a través de internet. Este sistema es similar al *treasurydirect* de Estados Unidos. En el cuadro 3.3 se presenta un resumen de las características de las emisiones públicas internas, así como lo que cada título representa dentro del total en circulación.

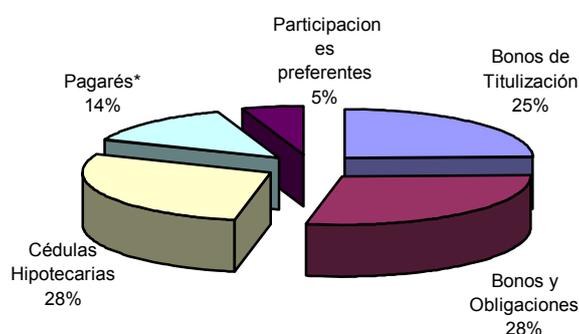
3.2.4. Emisiones públicas externas

Los títulos de deuda publicas en moneda extranjera no representan un volumen muy importante en circulación. Para el año 2006 representan el 2,8% del total de títulos públicos. La mayoría están emitidos en dólares, le siguen las emisiones en yenes, y por ultimo, existe una pequeña proporción emitida en libras. A partir de 1999 estos títulos fueron convertidos a euros. En cuanto al tipo de instrumento, la mayoría de las emisiones son del tipo Eurobono, que son bonos a medio y largo plazo, y Euronotas, que son notas a corto y medio plazo.

3.2.5. Emisiones privadas

Los principales activos del mercado de renta fija español son: los Pagarés de Empresas, los Bonos y Obligaciones de empresas, las Participaciones Preferentes, y las emisiones de titulización, en donde encontramos las Cédulas Hipotecarias, los Bonos de Titulización Hipotecaria y de Activos, los Pagarés Hipotecarios y las Participaciones Hipotecarias. En el gráfico 3.5. Se presenta la participación del volumen en circulación de cada uno de estos títulos a partir de los datos del mercado de AIAF. En este gráfico se puede observar que el stock en circulación de cada uno de los títulos es bastante homogéneo, situación que no se repite en otros países desarrollados, donde es común que un par de títulos dominen el mercado.

Gráfico 3.5. Volumen de títulos privados en circulación en el mercado doméstico



*Los pagarés incluyen pagares de empresas y de titulización

Fuente: Elaboración propia en base a datos de AIAF, Junio 2006

En la introducción de este apartado se mencionó que la importancia de las emisiones de instituciones financieras radica en la elevada participación de los bonos de titulización hipotecarias. El gráfico 3.5. Puede llevarnos a pensar que se está contradiciendo esta afirmación, sin embargo, contribuyeron a este importante crecimiento los títulos emitidos en los mercados internacionales, que no está representado en el gráfico mencionado. En el gráfico 3.6. Se puede observar la evolución de las emisiones de instituciones financieras, tanto en el mercado doméstico como en el mercado internacional, además de mostrar la evolución del volumen de títulos públicos a efectos comparativos.

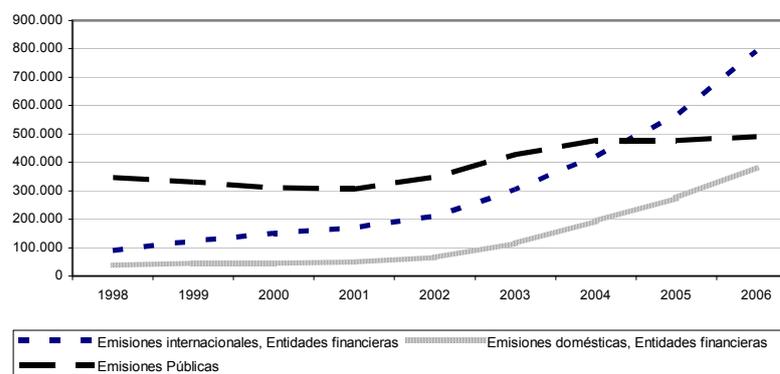
Cuadro 3.3. Principales características de las emisiones públicas en España

| Organismo Emisor | Nombre | | Proceso de Emisión | Frecuencia de emisión | Tasa Cupón | Pago de interés | Amortización | Vto. | Stock | Mercado Secundario | |
|---|-------------------------|----------|----------------------------------|-----------------------|--------------|-----------------|--------------|---------------------|-------|----------------------------------|--------------------------|
| Dirección General del Tesoro y Políticas Públicas | Letras de Tesoro | 3 meses | Subastas ordinarias y especiales | Semanal | Al descuento | | | 3 y 6 meses | - | Mercado de Deuda Publica Anotada | |
| | | 6 meses | | | | | | | - | | |
| | | 12 meses | Subastas ordinarias y especiales | Semanal | Al descuento | | | 12 y 18 meses | 3,4% | | |
| | | 18 meses | | | | | | | 6,90% | | |
| | Bonos del Tesoro | 3 años | Subastas ordinarias y especiales | Mensual | Fijo | Anual | Al vto. | 3 años | 7,5% | | |
| | | 5 años | | | | | | 5 años | 12,8% | | |
| | Obligaciones del Tesoro | 10 años | Subastas ordinarias y especiales | Mensual | Fija | Anual | Al vto. | 10 años | 40,6% | | |
| | | 15 años | | | | | | 15 años | 14,4% | | |
| | | 30 años | | | | | | 30 años | 11,7% | | |
| | Eurobonos* | | | No programada | Fija | Anual | Al vto. | Medio y largo plazo | 2,8% | | Mercados Internacionales |
| | Euronotas* | | | No programada | Fija | Anual | Al vto. | | | | |

*Deuda originalmente denominada en dólares, yenes y libras, que fue convertida a euros en 1999

En el gráfico 3.6. Se puede observar la tendencia creciente que mostraron las instituciones financieras en la emisión de títulos, sobre todo en los mercados internacionales. Comparado con las emisiones del sector público, se observa que a partir del 2005 las emisiones de instituciones financieras en el mercado internacional superan la emisión de títulos públicos. Algunos autores opinan que la expansión del elevado crecimiento de las emisiones de este sector de debió a la elevada expansión del crédito bancario. En el informe del Banco de España para el año 2006 afirma que la mitad de los fondos obtenidos por los bancos se materializaron en valores vinculados al mercado hipotecario en forma de cedulas y bonos de titulización.

Gráfico 3.6. Evolución de las emisiones de instituciones financieras (billones de US\$)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2006

PAGARÉS DE EMPRESAS

Los Pagarés de Empresas representan el 14% del total de activos del mercado de renta fija privada en el mercado Español. Estos títulos son emitidos al descuento con plazos de vencimientos en general de un año o menos. Las empresas emiten los pagarés con el objetivo de diversificar sus fuentes de financiación.

La colocación de estos títulos en el mercado puede realizarse de distintas maneras:

- *Sistema de back up o respaldo bancario:* se denomina así al sistema por el cual las empresas acuerdan con una entidad bancaria la concesión de un crédito a medio-largo plazo que se utiliza para respaldar la emisión de pagarés. Este tipo de emisión no se utiliza con frecuencia en la actualidad.
- *Emisión en serie:* estas emisiones son las más habituales. Las emisiones en serie suelen ser de nominales reducidos y períodos cortos. Es necesario que este tipo de emisiones se registren en la CNMV. Los títulos emitidos se colocan entre los intermediarios financieros, a partir de los cuales se distribuyen entre el público.
- *Emisión a medida:* se caracterizan por la adaptación de la oferta de fondos a las exigencias de la demanda de pagarés. En general se canalizan a través de un intermediario financiero y no es necesario que se registren en la CNMV

Los pagarés que actualmente se negocian en el mercado español no cuentan con garantías especiales, su rentabilidad es parecida a la de otros activos financieros alternativos, pero suele ser más pequeña que la tasa de interés del mercado interbancario, ya que buscan una alternativa de financiación más barata. Además, los inversores pueden aprovecharse de las ventajas de menores costos debido al ahorro de los márgenes bancarios (Cuervo García et. Al 2004).

BONOS Y OBLIGACIONES EMITIDAS POR EMPRESAS PRIVADAS

Los bonos son títulos emitidos a plazos que oscilan entre tres y diez años. Pueden ser emitidos a tasa fija o flotante. En general los títulos a tasa flotante toman el Euribor como índice de referencia. Los títulos que pagan un interés fijo, lo hacen de forma anual, y los que pagan cupones variables pagan intereses mensuales, trimestrales o semestrales. La mayor cantidad de emisiones de bonos en España la realizan los bancos y cajas.

Las obligaciones, al igual que cuando hablamos de deuda pública, suelen tener las mismas características que los bonos, la diferencia se encuentra en el plazo de vencimiento. Las Obligaciones en general se emiten con plazos que van desde los cinco a los treinta años. Al igual que los bonos se emiten a tasa fija y variable, y los mayores emisores son los bancos y cajas.

PARTICIPACIONES PREFERENTES

Son títulos de renta fija emitidos en el mercado español principalmente por cajas, además de bancos y otras entidades de financiación. En general son emisiones a perpetuidad, aunque el emisor podrá acordar la amortización una vez transcurridos al menos cinco años desde su desembolso, previa autorización del garante y del Banco de España. Los cupones en general son variables y se pagan trimestralmente. La tasa cupón de la mayoría de las participaciones preferentes está vinculada a la tasa Euribor.

Si bien conceden al tenedor de estos títulos una cuantía predeterminada, ya sea fija o variable, existen muchas diferencias entre estos instrumentos y los instrumentos tradicionales de renta fija (CNMV, 2002). Dentro de las mismas podemos mencionar que se consideran valores representativos del capital social del emisor. Antes del 2003 solo podían emitir participaciones preferentes sociedades extranjeras, domiciliadas en centros *off-shore* y una filial de una entidad española que a su vez actúa como garante. A partir del 2003, pueden ser emitidas por entidades españolas.

EMISIONES DE TITULIZACIÓN

Dentro de las emisiones de titulización encontramos: los Pagares de Titulización, las Cédulas Hipotecarias, las Participaciones Hipotecarias, Bonos de Titulización Hipotecaria (BTH) y Bonos de Titulización de Activos (BTA).

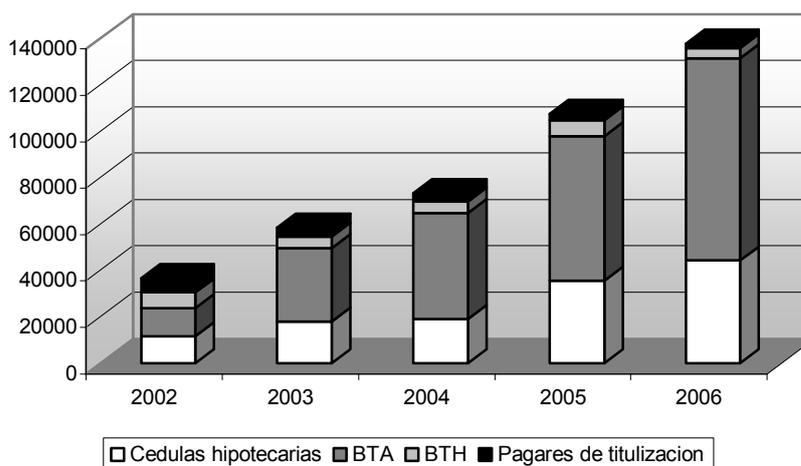
a. Pagares de Titulización

Los Pagares de Titulización son títulos cuyos valores emitidos adoptan la forma de pagarés de empresas, con vencimientos que no superan el año. Estos títulos están respaldados por créditos de entidades financieras.

b. Cédulas Hipotecarias

Las Cédulas Hipotecarias son títulos emitidos por las entidades financieras que surgen a partir de un proceso de titulización de préstamos hipotecarios. Las cédulas están garantizadas por la totalidad de los créditos hipotecarios de la entidad que los emite. En general los plazos de vencimientos van desde los cinco a los veinte años, y los intereses en su mayoría se pagan anualmente. La mayoría de las cédulas hipotecarias en circulación fueron emitidas con cupón fijo, sin embargo, encontramos emisiones con intereses variables cuyo índice de referencia es en general la tasa de interés interbancaria de referencia en la zona del Euro, Euribor. Las Cédulas Hipotecarias han tenido una evolución muy importante, como se observa en el gráfico 3.7., y son uno de los mayores segmentos del mercado de emisiones de titulización.

Gráfico 3.7. Emisiones brutas por tipo de instrumento (millones de euros)



Fuente. Elaboración propia en base a datos de la CNMV.

c. Participaciones Hipotecarias

Las Participaciones Hipotecarias son valores representativos de la cesión por parte del emisor de todo o de una parte de los préstamos hipotecarios de su cartera. Tanto los tipos de interés como su valor nominal no pueden superar al de los préstamos al que se vinculan. El titular de las participaciones percibirá una parte del rendimiento de los préstamos participados, y en caso de impago, los prestatarios no tienen garantía del patrimonio del inversor, sino que deberán recurrir a la ejecución de la hipoteca.

d. Bonos de Titulización de Activos

Quando la garantía se refiere a otra clase de activos, el fondo que emite los títulos se denomina Fondo de Titulización de Activos, y los títulos se denominan Bonos de Titulización de Activos (BTA). Dentro de los activos subyacentes se pueden encontrar préstamos al consumo, para la compra de coches, préstamos a PyMES, préstamos hipotecarios y cédulas hipotecarias²³. Los Bonos de Titulización de Activos (BTA) es el segmento más importante en cuanto a emisiones brutas dentro de las emisiones de titulización como se puede observar en el gráfico 3.4.

La proporción de BTA emitidos dependiendo del activo subyacente se presenta en el cuadro 3.4. Como podemos observar, muchos de los activos subyacentes están vinculados al mercado hipotecario, incluso tienen una participación muy importante dentro de los BTA. Ejemplo de ello son los préstamos hipotecarios y las cedulas hipotecarias, cuyas emisiones brutas representan el 40% y 30% respectivamente, aunque los préstamos a PyMes han tenido una fuerte evolución en los últimos años, llegando a representar el 15% aproximadamente de los activos subyacentes de los títulos BTA. Actualmente, los BTA se emiten con vencimientos que oscilan entre dos y cuarenta años, tanto con cupón fijo como variable. La mayoría de los títulos emitidos a tasa variable pagan cupones tomando el Euribor como índice de referencia. Los títulos que pagan cupón fijo lo hacen anualmente, mientras que los que pagan cupón variable la mayoría paga cupones trimestrales.

Cuadro 3.4. Emisiones brutas de BTA por tipo de activo subyacente (millones de euros)

| | Volumen | | | | | % sobre el total de BTA |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------------|
| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2006 |
| BTA | 12.027 | 31.711 | 45.634 | 62.194 | 87.307 | 100% |
| Préstamos hipotecarios | 4.247 | 11.828 | 13.967 | 22.870 | 34.663 | 39,7% |
| Cedulas hipotecarias | 3.500 | 10.650 | 18.685 | 24.280 | 25.670 | 29,4% |
| Préstamos a promotores | 320 | 0 | 475 | 730 | 0 | |
| Cédulas territoriales | 0 | 1.400 | 0 | 665 | 0 | |
| Bonos de tesorería | 0 | 0 | 0 | 1.180 | 1.450 | 1,66% |
| Préstamos a PYMES | 3.110 | 6.253 | 8.964 | 6.371 | 12.795 | 14,66% |
| Créditos AAPP | 0 | 0 | 1.850 | 0 | 0 | |
| Préstamos al consumo | 0 | 1.280 | 235 | 0 | 5.527 | 6,33% |
| Préstamos a empresas | 0 | 0 | 0 | 3.100 | 5.536 | 6,34% |
| Préstamos auto | 850 | 0 | 1.000 | 2.598 | 1.360 | 1,56% |
| Otros | 0 | 300 | 458 | 400 | 306 | 0,35% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNMV

²³ Los préstamos hipotecarios que se utilizan como subyacente de los BTA tienen otras características en relación a aquellos que se utilizan para los BTH. Una de ellas es que a diferencia de los que se utilizan como garantía de los BTH, estos préstamos hipotecarios pueden superar el 80% del inmueble tasado.

e. Bonos de Titulización Hipotecaria

Las condiciones de titulización en España hacen que las emisiones de titulización se puedan dividir en dos grandes grupos: las emisiones de los Fondos de Titulización de Activos (FTA) y las emisiones de los Fondos de Titulización Hipotecaria (FTH).

Los Bonos de Titulización Hipotecaria (BTH) surgen de préstamos hipotecarios que financian como máximo el 80% del valor de una vivienda. Estos préstamos son cedidos por una entidad financiera a un FTH, el cual emite estos los BTH. Un FTH generalmente transforma las cédulas, préstamos y participaciones hipotecarias en otros títulos (los bonos de titulización hipotecaria) que se negocian como un activo nuevo en el mercado. Estos bonos se emiten a largo plazo, en períodos que van desde los veinte a los cuarenta y cinco años. En general se emiten a tasa variable, la tasa cupón toma como tasa de referencia el Euribor, y los cupones se pagan trimestralmente, aunque también hay títulos que pagan intereses semestrales y anuales. A simple vista podemos confundir los Bonos de Titulización Hipotecarios (BTH) y las Cédulas Hipotecarias, sin embargo existen algunas diferencias. Una de ellas es que los BTH, a diferencia de las cedulas, no pueden tener un vencimiento medio superior al de los créditos que originaron la emisión y los intereses no puede superar al de los préstamos hipotecarios que le sirven de garantía. Otra característica que los diferencia de las cédulas hipotecarias es que pueden ser emitidos por otra entidad diferente de aquella que originó el préstamo, denominado Fondo de Titulización. En el cuadro 3.5. se presenta un resumen de las características de emisión de los títulos privados.

EL MERCADO SECUNDARIO

La legislación vigente señala que son tres los mercados en donde se pueden negociar los valores de renta fija privados. La Bolsa es uno de ellos, el mercado individual, donde las entidades emisoras van a negociar sus títulos para garantizar su liquidez y cotización en el mercado, y los mercados secundarios organizados como el de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), que fue declarado mercado secundario oficial en 1996. En el 2002 forma parte del holding de Bolsas y Mercados Españoles (BME).

En el mercado AIAF se negocian los pagarés de empresas, los bonos y obligaciones privadas, las cédulas hipotecarias, bonos de titulización, los bonos matador, etc. La negociación es deslocalizada, es decir, no tiene lugar físico donde concurren oferentes y demandantes, se negocia a través de los miembros del mercad AIAF. El mercado de la AIAF, tiene carácter mayorista y es un *self-regulatory organization* (SRO), es decir que el mismo es el rector de este mercado.

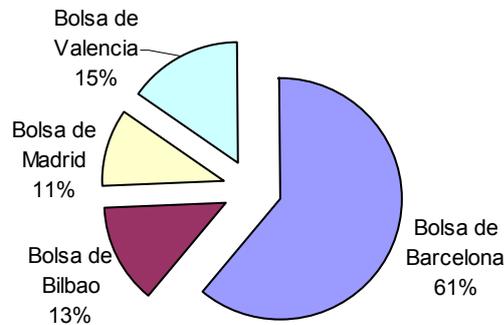
En las Bolsas de Valores pueden operar títulos de renta fija, aunque serán los propios emisores los que decidan donde se colocaran sus títulos. Los títulos que quedan fuera de AIAF son los títulos de deuda pública y aquellos convertibles, estos últimos se negocian solo en las Bolsas. Sin embargo, el grueso de las negociaciones se realizan en el mercado de AIAF, ya que este mercado concentra el 95% de los saldos vivos de los títulos de renta fija privados (CNMV, 2006).

Cuadro 3.5. Principales características de las emisiones privadas en España

| Organismo Emisor | Nombre | Proceso de Emisión | Tasa Cupón | Pago de interés | Amortización | Vencimiento | Mercado Secundario |
|---|--|-------------------------------------|-----------------|---|----------------|-------------|--|
| Empresas | Pagarés de Empresas | Emisión en serie | Al descuento | | Al vencimiento | ≤ a 1 año | Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) |
| Entidades Financieras | Bonos y Obligaciones | | Fija o Variable | Mensual, Trimestre, o Semestral o Anual | Al vencimiento | 3 a 10 años | |
| Entidades Financieras y Empresas | Participaciones preferentes | | Variable | Trimestral | Perpetua | No tienen | |
| Bancos y Cajas | Cedulas Hipotecarias | Colocación privada u Oferta Publica | Fija o Variable | Anual | Al vencimiento | 5 a 20 años | |
| Entidades Financieras | Participaciones Hipotecarias | Colocación privada u Oferta Publica | Fija o Variable | Anual | | | |
| Sociedades Gestoras de los FTH | Bonos de Titulización Hipotecaria | Colocación privada u Oferta Publica | Fija o Variable | Anual Semestral o Trimestral | Al vencimiento | | |
| Entidades Financieras | Bonos de Titulización de Activos | Colocación privada u Oferta Publica | Fija o Variable | | | 2 a 40 años | |

En España existen 4 Bolsas de Valores, la de Barcelona, Madrid, Bilbao y Valencia. La bolsa de Barcelona es la que cuenta con los mayores saldos vivos de títulos de renta fija, el 61% de los saldos en circulación, el restante 40% se reparte en proporciones similares en las otras bolsas de valores, como se puede observar en el gráfico 3.8.

Gráfico 3.8. Distribución de los saldos vivos de títulos privados de renta fija en las Bolsas de Valores



Fuente. Elaboración propia en base a datos de la CNMV.

3.2.6. Conclusión

Si bien España no es uno de los principales emisores de renta fija del mundo, se encuentra en quinto lugar a nivel europeo, tiene un mercado muy activo de este tipo de instrumentos. En relación a la distribución de títulos por tipo de emisor, se observa una predominancia de los títulos emitidos por el sector privado, sobre todo el segmento de emisiones de entidades financieras. Las emisiones de estas últimas instituciones representan el 60% de títulos de renta fija. Le siguen las emisiones públicas, con un 25% de participación en el mercado, y por último, las empresas no financieras que cuentan con el 16% del volumen en circulación.

Se puede observar que España tiene un mercado de títulos públicos muy homogéneo, ya que solo emite tres tipos de títulos con características bien definidas. Es decir solo se realizan emisiones con cupón fijo, amortización del capital al vencimiento y en moneda local, hecho no muy frecuente dentro de los países desarrollados. Otra característica destacable es que más de la mitad de las emisiones públicas se realizan a largo plazo, es decir, son emisiones que superan los diez años.

España tiene un mercado de títulos privados muy importante dentro de Europa, más específicamente en lo que se refiere a emisiones de instituciones financieras. Se pudo observar que las emisiones de titulización experimentaron un fuerte crecimiento en los últimos años, y sobre todo las cedulas hipotecarias y los bonos de titulización.

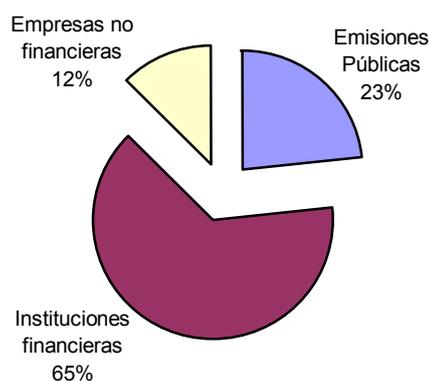
3.3. El mercado de activos de renta fija de Estados Unidos

3.3.1. Introducción

El mercado de renta fija de Estados Unidos es el más importante del mundo, no solo por ser el mayor emisor de deuda, sino también por que sus emisiones y la evolución de las mismas en el mercado se toman como punto de referencia para la valoración de los activos emitidos por otros países. En cuanto a los títulos emitidos por el Tesoro de Estados Unidos se consideran los más seguros del mercado de renta fija mundial, los cuales se toman como *benchmark* para las emisiones de renta fija pública de todos los países, y la tasa de interés que surge de las subastas de determinados títulos del Tesoro se utiliza como uno de los componentes para evaluar el riesgo país de las economías emergentes.

Dentro de Estados Unidos, el mercado de renta fija es el segmento más grande de mercado de capitales, con un volumen de circulante que duplica el volumen del mercado de acciones. Los títulos emitidos por entidades financieras representan el mayor volumen en circulación del mercado de renta fija, como se puede observar en el gráfico 3.9, con un 65% del volumen en circulación. La gran cantidad de títulos en circulación emitidos por entidades financieras se debe principalmente al aumento de los bonos que se originan a partir de un proceso de titulización de activos, ya que el mercado norteamericano fue uno de los primeros en emitir este tipo de activos, y su crecimiento fue muy importante sobre todo los últimos años. Le siguen las emisiones públicas con un volumen en circulación del 23% del total del mercado de renta fija y, por último, las emisiones de las empresas no financieras, cuya proporción alcanza el 12%.

Gráfico 3.9. Volumen de títulos de deuda en circulación por tipo de emisor



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2006

3.3.2. Organismos reguladores del mercado de renta fija de Estados Unidos

En Estados Unidos existe un gran entramado de instituciones financieras que regulan el sistema, pero los principales entes reguladores del sistema financiero, y sobre todo, el mercado

de renta fija son: la Comisión de Bolsa y Valores, SEC (Securities and Exchange Comisión), la Reserva Federal, y las SRO (Self-Regulatory Organization).

LA COMISIÓN DE BOLSA Y VALORES (SEC)

La SEC (Securities and Exchange Comisión) es un organismo independiente del gobierno que opera bajo una comisión propuesta por el presidente y confirmada por el senado (SEC, 2004). La misión de la SEC es, a grandes rasgos, proteger a los inversionistas y mantener la integridad de los mercados de valores. En relación a esta última función, la SEC supervisa tanto a las empresas como al resto de los agentes que participan en las bolsas y mercados financieros, incluyendo las propias bolsas, corredores, asesores de inversiones, etc.

La SEC se compone de cinco “comisarios” designados por el presidente de los Estados Unidos, 4 divisiones y 18 oficinas. Los comisarios se encargan de ejecutar, proponer y revisar leyes sobre el mercado de valores. En cuanto a las divisiones se encuentra la División Reguladora del Mercado, la División de Ejecución, la División de Empresas Financieras y la División de Dirección de Inversiones.

La División Reguladora del Mercado establece normas y supervisa el mercado de valores para que el mismo sea justo, ordenado y eficiente. Para ello supervisa a la mayoría de los participantes del mercado de valores: los *brokers-dealers*; las organizaciones autorreguladas (self-regulatory organizations, SROs) las cuales incluyen las bolsas de comercio y la Asociación Nacional de Agentes de Valores (National Association of Securities Dealers (NASD)), la Agencia Reguladora de Títulos Municipales (Municipal Securities Rulemaking Board, MSRB), las agencias de compensación²⁴ (Clearing Agency), agencias de transferencias (mantienen registros de los propietarios de bonos y acciones), y procesadores de información de valores. La División Reguladora del Mercado supervisa a la Corporación de la Protección de los Inversores en Valores (Securities Investor Protection Corporation, SIPC), una entidad privada sin fines de lucro que asegura los títulos y el dinero en las cuentas de los clientes de *brokers*.

La División de Ejecución investiga posibles violaciones de las leyes del mercado de valores. Por su parte, la División de Empresas Financieras controla los documentos presentados por las empresas que cotizan en bolsa. Por último, la división de Dirección de Inversiones regula las compañías financieras para minimizar el riesgo de los inversores sin que el acceso a esta información les reporte a los inversores costos elevados. A manera de resumen, la SEC es la encargada del control, supervisión y funcionamiento de los mercados de valores norteamericanos.

LA RESERVA FEDERAL DE LOS ESTADOS UNIDOS

La FED (Federal Reserve of Estados Unidos) es el Banco Central de Estados Unidos, aunque se considera un organismo independiente ya que sus decisiones no tienen que estar confirmadas por ningún organismo del gobierno. Su fundación, en 1913 por el Congreso, se

²⁴ Son aquellas agencias que facilitan la liquidación de valores

realizó con el objetivo de promover un sistema financiero seguro y flexible, y una política monetaria más estable. A grandes rasgos, las funciones de la FED son:

- Conducir la política monetaria del país
- Supervisar y regular las instituciones financieras
- Mantener la estabilidad del sistema financiero
- Proveer servicios financieros a las instituciones depositarias, al Gobierno de Estados Unidos y a las instituciones extranjeras.

El Sistema de la Reserva esta principalmente compuesto por una agencia gubernamental, en donde se encuentra el Board of Governors (Junta Directiva) y los 12 Bancos de la Reserva Federal (Federal Reserve System. Purposes and Functions, 2005). Dentro de estos organismos se distribuyen las responsabilidades de regular y supervisar las instituciones financieras. El Board of Governors tiene la autoridad de aprobar los cambios en los requerimientos de las reservas y en la tasa de interés que proponen los Bancos de la Reserva Federal.

Estos bancos realizan funciones conjuntas con la Reserva en relación a la distribución de billetes y monedas, supervisión y regulación de los bancos miembros, *holdings* y otras instituciones financieras. Además los Bancos Federales proveen al Tesoro de Estados Unidos cuentas corrientes para emitir y rescatar títulos públicos y, actúan por otro lado, como agentes fiscales del Gobierno. Estos bancos se encuentran distribuidos por todo el territorio de Estados Unidos y cada uno es responsable de un área geográfica particular.

MUNICIPAL SECURITIES RULEMAKING BOARD (MSRB)

La Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB) es una SRO sujeta a la supervisión de la SEC. La MSRB desarrolla e implementa las leyes que regulan las firmas y los bancos que suscriben, compran o venden títulos municipales emitidos por estados, ciudades, u otras agencias para financiar proyectos públicos.

MERCADOS SECUNDARIOS

En Estados Unidos existen 13 bolsas oficiales, pero las más importantes de Estados Unidos para la negociación de activos de renta fija son la New York Stock Exchange (NYSE), como bolsa física y la National Association of Securities Dealers (NASD) como mercado OTC.

La New York Stock Exchange (NYSE) es la bolsa de valores más importante de Estados Unidos, y del mundo. Es una institución sin fines de lucro compuesta por una Junta de Directores, 12 representantes del público y 12 representantes de la industria de los títulos de deuda. La NYSE examina la condición financiera de las firmas que operan en bolsa, así como su conformidad con las leyes federales de los títulos de deuda. La NYSE controla el mercado en tiempo real y supervisa todas las negociaciones que se realizan en el piso de la Bolsa.

La National Association of Securities Dealers, (NASD) es uno de los organismos self-regulators²⁵ más importantes de Estados Unidos. El NASD se compone de dos organismos: Nasdaq Stock Market, Inc. y el NASD regulation, Inc. por medio de los cuales diseña, regula y opera en el mercado de valores OTC, y desarrolla reglas para su regulación. Virtualmente, cada broker/dealer que quiera gestionar o negociar títulos con el público, debe ser miembro del NASD. Esta asociación tiene el poder de expulsar compañías o dealers que determine que son deshonestos o insolventes. Una de las funciones más importantes de la NASD es regular el mercado OTC más importante de los Estados Unidos, NASDAQ. La National Association of Securities Dealer fue establecido por el congreso y es supervisado por la SEC.

3.3.3. Emisiones Públicas Internas

Dentro de las emisiones públicas podemos distinguir entre los títulos que están emitidos por el Tesoro de Estado Unidos, los títulos emitidos por las agencias, tanto propiedad del gobierno como aquellas sponsoradas por el mismo (Agencies Securities)²⁶, y los títulos municipales. A diferencia de otros países, en Estados Unidos el mercado de títulos, entre los cuales encontramos a los *agencies securities* y los títulos municipales, son mercados muy desarrollados y con un elevado volumen de títulos en circulación. Al final de esta sección se expone un cuadro resumen de las principales características de las emisiones públicas (3.7). En el caso de las emisiones del gobierno central de Estados Unidos se presenta el volumen en circulación para junio del 2006.

3.3.3.1. Títulos emitidos por el Tesoro de Estados Unidos

El Tesoro de Estados Unidos es uno de los más grandes emisores de deuda pública, y los títulos que emite son considerados los más seguros del mercado de renta fija mundial. Estos títulos se consideran libre de riesgo de crédito ya que están garantizados por el hecho de que el gobierno puede obtener recursos de fuentes como el aumento de impuestos y la impresión de moneda.

Debido a su nivel de solvencia y a su status, los títulos del gobierno juegan un papel importante en el mercado mundial, ya que sus características se utilizan de referencia para la fijación de precios de otros activos de renta fija. Además, a causa de su elevado grado de seguridad, el tipo de interés es más bajo que otros títulos con características similares. Otra ventaja que tienen los títulos públicos es su alto grado de liquidez. Un elevado número de *dealers* primarios se encargan de comprar grandes cantidades de Treasuries cada vez que hay una subasta,

²⁵ Las Self-Regulatory Organization (SROs) son organizaciones no gubernamentales responsables de las regulaciones de sus propios miembros a través de la adopción de determinadas reglas. Las principales SROs son la National Association of Securities Dealers, (NASD), el New York Stock Exchange (NYSE) y la Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB).

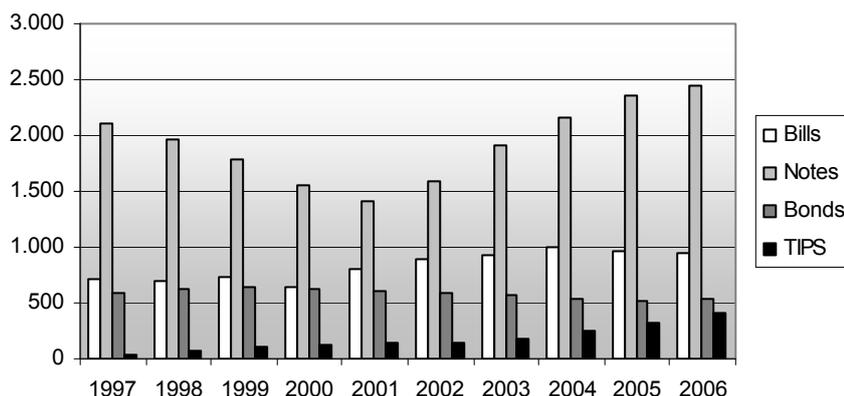
²⁶ Es posible incluir las emisiones de estas agencias sponsoradas por el gobierno dentro de las emisiones privadas, ya que son empresas privadas. Se describen en este apartado ya que muchos trabajos lo incluyen como deuda semipública, y en nuestro caso, la deuda semipública con las aclaraciones pertinentes, se incluyen dentro del apartado de emisiones públicas.

para luego venderlos en el mercado secundario, lo cual genera un gran número de negociaciones que llevan a aumentar el grado de liquidez de las Treasuries. El volumen en circulación de estos títulos se presenta en el gráfico 3.10, en el cual vemos la predominancia de las Notes sobre los otros tipos de títulos, pero también se observa la evolución de las TIPs, que desde que se emitieron en 1997 mantienen su tendencia creciente. Los títulos emitidos por el Tesoro se dividen en dos tipos, los títulos negociables en donde encontramos los Treasury Bills, Notes y Bonds, y TIPs; y los Saving Bonds que son títulos que no se negocian en el mercado.

TREASURY BILLS, NOTES AND BONDS

Las Letras del Tesoro, llamadas T-bills, las emite el Tesoro de Estados Unidos en forma electrónica semanalmente. Las Bills se emiten al descuento, con un plazo de vencimiento que va desde los dos meses hasta el año. Las letras del Tesoro se emiten con un nominal de 10000, y se subastan todos los lunes de cada semana.

Gráfico 3.10. Volumen en circulación de los títulos emitidos por el Tesoro



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Departamento del Tesoro de Estados Unidos

Las Notas son los títulos cuyo volumen en circulación predomina en el mercado, como se observa en el gráfico 3.10. y en el cuadro 3.6. Estos títulos se emiten a dos, tres, cinco y diez años de vencimiento y pagan cupones fijos con frecuencia semestral. Las Notas se emiten en forma electrónica y están sujetas a impuestos federales pero están exentas de los impuestos locales y estatales. Las Notas del Tesoro se emiten con valores nominales de 10.000, 100.000 y 1.000.000 dólares.

Los Bonos del Tesoro se emiten con un plazo de vencimiento que va desde los diez hasta los treinta años. Estos títulos pagan cupones semestrales y se emiten con periodicidad mensual o cuatrimestral. Se emiten con valores nominales de 1000 y 5000 dólares. Estos bonos están exentas de impuestos estatales al igual que las Notas, pero a diferencia de estas últimas, no están exentas de impuestos nacionales.

TREASURY INFLATION PROTECTION SECURITIES (TIPS)

En 1997 el Tesoro de Estados Unidos comenzó a emitir por primera vez los títulos ajustados por inflación (TIPs). Estos títulos ajustan el capital por la tasa de interés y a partir de aquí se le aplica la tasa cupón. El índice de precios que se utiliza es el índice de precios al consumidor urbano, conocido en Estados Unidos como CPI-U (Urban Consumer Index Price), y se toma el índice perteneciente a los tres meses anteriores del pago del cupón. En cuanto a la estructura de emisión, se emiten con vencimientos de cinco, diez y veinte años, y los cupones de los títulos se pagan semestralmente. La frecuencia de emisión depende de los vencimientos de los títulos. Para los títulos emitidos a cinco y veinte años, las subastas se realizan semestralmente y para los títulos emitidos a 10 años, las subastas son trimestrales. Todos los TIPs se presentan en forma electrónica.

SAVING BONDS

Los Savings Bonds son bonos emitidos por el Tesoro de Estados Unidos y la principal diferencia con el resto de los títulos es que no son negociables. Si bien existen una variada gama de savings bonds, las principales son las series E/EE, H/HH y I.

Los E/EE Saving Bonds que se emitieron antes del 1 de mayo del 2005 pagan cupones variables, pero los que se emitieron a partir de esta fecha, tienen cupón fijo. Esta última serie se emite a treinta años y los cupones se pagan cuando vence el bono es, por tanto, cupón cero. Las series de bonos H/HH son emisiones a veinte años, con cupón variable que se pagan semestralmente. La serie I paga una tasa cupón que se divide en una parte fija y otra parte variable, esta última ajustada dos veces al año por el índice de precios al consumidor urbano (CPI-U), pero se pagan al vencimiento del título.

TREASURY STRIPS

Los Strips son títulos cupón cero del Tesoro de Estados Unidos que surgen de la segregación de los cupones y/o el principal de los títulos emitidos. La legislación de Estados Unidos permite la segregación de: las notas, los bonos del Tesoro, y los Treasury Inflation Protection Securities (TIPs). Los Strips pueden comprarse a través de instituciones financieras y brokers/dealers autorizados por el gobierno. A diferencia de los Treasuries, la negociación de los Strips se realiza totalmente en mercados oficiales.

3.3.3.2. Títulos semipúblicos

AGENCY SECURITIES

Los títulos semipúblicos se refieren a los títulos emitidos por las agencias federales y a los títulos emitidos por empresas privadas patrocinadas por el Gobierno (Government-sponsored Enterprises, GSEs). Las agencias federales fueron creadas por el Congreso de Estados Unidos para cumplir funciones de política pública. El objetivo de las mismas es proveer créditos a

sectores importantes de la economía como por ejemplo, créditos hipotecarios, agropecuarios, a la educación, exportaciones y pequeñas empresas.

Entre las diferencias de los títulos emitidos por las agencias federales y las GSEs encontramos que los títulos emitidos por las primeras cuentan con la total garantía del gobierno, lo cual no es así para los títulos emitidos por GSEs. Todos los agency securities en general son bonos de titulización de activos (Asset Backed Securities, ABS).

Las agencias de créditos hipotecarios son las más grandes en Estados Unidos, y las más importantes son Ginnie Mae, una agencia federal, y Fannie Mae y Freddie Mac, que son GSEs²⁷. Si bien la deuda de estas dos últimas empresas no está garantizada por el Gobierno de Estados Unidos, se dice que tienen garantía implícita del Departamento del Tesoro, ya que el gobierno no permitiría que estas agencias caigan en default (Choudhry, 2001). Sin embargo, cuentan con un elemento de riesgo de crédito que se refleja en un tipo de interés más elevado que los títulos emitidos por las agencias federales.

En general son títulos emitidos con vencimientos entre veinte días y veinte años, con un valor nominal que oscila entre los 1.000 y 25.000 dólares. La mayoría de los títulos emitidos por estas agencias son bonos de titulización de hipotecas, y se denominan agency mortgage-backed securities. Estos títulos surgen a partir de un proceso de titulización en el cual las agencias compran los préstamos hipotecarios a las instituciones que realizan estos préstamos y emiten títulos que están garantizados por los flujos provenientes de los préstamos hipotecarios. Existen otros títulos emitidos con diferentes tipos de préstamos que se explicaran en el apartado referente a la deuda privada.

En el mercado primario la mayoría de las emisiones son adjudicadas a grupos de *dealers*. Una vez adjudicados los títulos, el grupo suscriptor coloca los bonos en el mercado, provee información al organismo emisor y mantiene la negociación en el mercado secundario.

TÍTULOS MUNICIPALES

Estos títulos son emitidos por gobiernos locales o sus divisiones políticas, en general a corto plazo. El propósito de su emisión es financiar proyectos realizados por parte del municipio emisor, como construcciones de escuelas, hospitales, etc. La mayoría de los títulos municipales se emiten a tasa fija, sin embargo hay también un considerable número de títulos a tasa flotante. Una característica que los diferencia de otros títulos es que la mayoría de ellos están exentos de impuestos federales, lo que los hace sumamente atractivos para los inversores. Se pueden dividir a los títulos municipales entre aquellos que se emiten en el MERCADO DE DINERO Y LOS BONOS MUNICIPALES.

a. Instrumentos municipales del mercado de dinero

Los instrumentos a corto plazo en el mercado de títulos municipales se denominan notas. Esencialmente estas notas se emiten para financiar capital de trabajo, debido a que en algunos casos los ingresos por impuestos de los municipios suelen ser irregulares. La fecha de

²⁷ Estas dos compañías emiten acciones en la bolsa, por ello sus reportes anuales están disponibles públicamente, lo cual brinda información importante acerca de la compañía.

vencimiento de las notas va desde los tres meses hasta los doce. También los municipios emiten commercial paper, con vencimientos entre uno y doscientos setenta días. Estos títulos son conocidos como tax-exempt commercial paper.

Otro tipo de títulos emitidos por los municipios en el mercado de dinero son los denominados variable-rate demand obligation (VRDO). Estos títulos se emiten a tasa flotante a largo plazo, pero tienen una tasa cupón que se revisa a corto plazo.

b. Bonos municipales

Los bonos municipales pagan intereses semestrales y se emiten con vencimientos que van desde los dos a los treinta años. Los bonos se emiten con un valor nominal mayor a los 5000 U\$. En general, los bonos municipales (llamados "munis") se dividen en dos: los tax-backed debt y los revenue bonds, además existe un conjunto de títulos que comparten características de los bonos anteriores y que Fabozzi (2004a) denomina Hybrid Bonds.

Tax-backed bonds:

Estos instrumentos son emitidos por estados, ciudades, distritos etc. y están respaldados por una parte de la recaudación impositiva del municipio. Los tax-backed bonds se pueden dividir en: general obligation debt (bonos de obligaciones generales), appropriation-backed obligations (obligaciones garantizadas por apropiación) y debt obligations supported by public credit enhancement programs (obligaciones respaldadas por programas de mejoramiento de crédito público).

- Las general obligations debt pueden tener dos tipos de garantía, limitada o ilimitada. Los títulos con garantía ilimitada no contienen un límite sobre las tasas impositivas que el emisor especifica para cubrir los servicios de la deuda. Estas últimas son las más sólidas, ya que están respaldadas por la capacidad impositiva del emisor. Los recursos impositivos incluyen los impuestos al ingreso de empresas e individuos, a las ventas y a la propiedad. Las limitadas incluyen un límite sobre las tasas impositivas que el emisor especifica para cubrir el servicio de la deuda.
- Las Appropriation-Backed Obligations son títulos emitidos por agencias o las autoridades de los estados norteamericanos que generan una potencial obligación para el estado en el caso de déficit de las obligaciones de la entidad emisora. Estos títulos contienen una cláusula de apropiación de fondos de la recaudación de impuestos generales del Estado, pero debe ser aprobada por el poder legislativo y no es vinculante.
- Dentro de los bonos municipales encontramos los denominados Debt Obligations Suported by Public Credit Enhancement Programs. Hay entidades que realizan emisiones que tienen alguna característica que mejora la calidad crediticia del emisor. Estos bonos, a diferencia de las appropriation-backed obligations, están avalados legalmente, es decir, existe una garantía del estado o de una agencia federal, o una obligación para que automáticamente el estado ayude a la entidad emisora si no puede pagar los servicios de la deuda.

Revenue Bonds

Los *revenue bonds* no están garantizados por impuestos, sino por los ingresos que generan los proyectos que financian. Estos bonos surgen de un proceso de titulización y están destinados a financiar proyectos o empresas en las cuales los emisores garantizan el pago de la deuda con los ingresos generados por estos proyectos. Algunos ejemplos de este tipo de bonos son los Airport Revenue Bonds, College and University revenue Bonds, Hospital Revenue Bonds, etc.

Tipos de bonos especiales (Híbrid bonds)

Algunos bonos municipales comparten características de los tax-backed y de los revenue bonds, además de tener estructuras específicas. En general las modificaciones que se les realizan a los títulos originales intentan mejorar la calidad crediticia del emisor. Algunos ejemplos son: Insured Bonds, los Bank-backed Municipal Bonds, los Structured/Asset-Backed bonds y los Refunded Bonds.

- *Insured Bonds*: estos títulos son bonos que contienen un seguro para los casos en que la entidad emisora no pague el principal y/o los intereses. En general el seguro se extiende hasta el vencimiento del bono. En US hay dos tipos de aseguradoras de bonos municipales, las compañías *monoline* que son las que específicamente se dedican a asegurar este tipo de bonos, y las *multiline* que son compañías de seguro comunes que además tienen una rama que se dedica a esta actividad.
- *Bank-backed*: a partir de 1980 han aumentado las obligaciones que tenían un respaldo provisto por parte de bancos comerciales (Bank-backed Municipal Bonds). Hay tres tipos básicos de respaldos bancarios: las cartas de crédito, líneas de crédito irrevocables, y líneas de crédito renovable. Una carta de crédito es un acuerdo por medio del cual el banco se compromete a adelantar fondos al fiduciario si el emisor no paga los servicios de la deuda. Una línea de crédito irrevocable no es una garantía del bono, pero da un cierto nivel de seguridad. Una línea de crédito renovable es un crédito que le provee recursos al emisor para pagar la deuda al vencimiento en el caso de que no existan otros fondos disponibles para ello.
- *Refunded Bonds* (Bonos reembolsables) son bonos que tienen la opción de ser reembolsados antes de la fecha de vencimiento. Tanto los revenue como los general obligation bonds pueden contener esta cláusula. Estos títulos están colateralizados por obligaciones garantizadas por el gobierno de Estados Unidos. Es decir que el gobierno tiene una cartera de títulos de tal manera que los *cash flow* de estos títulos igualan las obligaciones que el emisor debería pagar. De esta manera el emisor puede retirar una emisión usando este fondo que se denomina *escrow fund*.
- *Structured/Asset-Backed Bonds*: en los últimos años los gobiernos locales y estatales comenzaron a emitir bonos donde el servicio de la deuda se realiza a partir de los ingresos especiales como puede ser impuestos a las ventas o acuerdos

de pago de las tabaquerías, etc. Estos títulos se denominan Structured/Asset-Backed Bonds y la estructura de los mismos es similar a los ABS. Estos títulos tienen un riesgo asociado que depende por ejemplo, de la capacidad de las empresas tabaquerías para realizar los pagos.

3.3.3.3. Mercado primario

Los títulos del Tesoro son emitidos por medio de subastas programadas regulares. Las subastas no están restringidas a los *dealers* registrados, por lo que las ofertas pueden ser suscriptas por una gran variedad de inversores (Friedman, 2003). Sin embargo, el Banco de la Federal Reserve of New York (FRBNY) selecciona los *dealers* primarios que negocian los títulos directamente con la FED. Los *dealers* primarios son participantes activos tanto en las subastas del Tesoro como en las operaciones de mercado abierto. Los *primary dealers* además proveen información del mercado de deuda al Banco de la Reserva Federal de New York. Actualmente hay 25 *dealers* primarios autorizados. Los intereses que derivan de títulos del Tesoro están exentos de impuestos locales y estatales, pero están sujetos a impuestos federales. Además estos títulos no requieren registro en la SEC.

En el caso de los títulos municipales, los gobiernos locales pueden emitir sus títulos públicamente u ofrecerlos a un pequeño grupo de inversores. El suscriptor adquiere los títulos para negociarlos o para adjudicarlos sobre la base de ofertas competitivas. El suscriptor es responsable de la distribución de las emisiones y acepta el riesgo en el cual los inversores podrían caer por la compra de estos activos. Algunos municipios ordenan que las emisiones de general obligation debt deben ser negociadas a través de ofertas competitivas, lo cual no sucede con los revenue bonds.

PROCEDIMIENTO DE SUBASTAS

El Departamento del Tesoro emite bonos en subastas regulares programadas, el procedimiento es el siguiente: después de que la subasta está anunciada, pero antes de que ocurra, los inversores comienzan a negociar los bonos emitidos *yet-to-be* en el mercado *when-issued*. Las transacciones en el mercado *when-issued* son acuerdos para intercambiar fondos o títulos el día de la subasta. El mercado *when-issued* promueve la distribución eficiente de los títulos el día de la subasta e informa a los inversores de los precios que probablemente el Departamento del Tesoro admita en la subasta.

Los títulos del Tesoro se negocian en el mercado *Over the Counter*. Las emisiones recién subastadas se denominan *current* u *on the run*. Aquellas emisiones que se subastaron antes de las subastas corrientes se denominan títulos *off-the-run*. En general los títulos *on the run* tienen mayor actividad en el mercado y son más líquidos que los títulos *off-the-run*. Esto hace que los títulos *off-the-run* tengan un rendimiento más elevado que los *current* de similar vencimiento.

El día de la subasta, el Banco de la Reserva Federal y la Agencia de Deuda Pública del Departamento del Tesoro reciben las ofertas de las emisiones. En este caso, solo pueden ofrecer los títulos por cuenta propia los *brokers* y *dealers* registrados. Hay dos tipos de ofertas,

las competitivas y las no competitivas. Las competitivas se ofrecen el precio y la cantidad, las no competitivas solo se fija la cantidad ofrecida. Si el rendimiento especificado por el oferente de una oferta competitiva se encuentra dentro del rango aceptado de la subasta, se le adjudica la cantidad de títulos que requiera.

Además de nuevas emisiones, el Departamento del Tesoro puede aumentar la dimensión de emisiones ya existentes, esto se denomina *re-opening*. En general se hace para aumentar la liquidez de estos títulos y hacerlos más atractivos para los inversores. En la reapertura de emisiones, el Departamento del Tesoro no puede cambiar la tasa cupón de las mismas.

3.3.3.4. Mercado Secundario

El mercado secundario de valores de Estados Unidos se puede dividir en dos, los mercados oficiales y los no oficiales. Dentro de los mercados oficiales se encuentran las bolsas de comercio de Estados Unidos. Los mercados no oficiales o mercados *Over-the Counter* (OTC) se caracterizan por ser mercados descentralizados, es decir, los valores se compran y se venden a partir de negociaciones bilaterales entre *dealer*, telefónicamente o a través de internet. Una de las diferencias es que en la bolsa existen registros de las ordenes y de los precios de las operaciones, en el mercado OTC obtener información relacionada con los precios lleva a contactar con varios *dealers* (Biais, et al. 2005). La bolsa de New York (mercado oficial) y el Nasdaq (OTC) son las bolsas en donde se negocian la mayoría de los valores de Estados Unidos y del mundo.

La National Association of Securities Dealers Automatic Quotations (Nasdaq) es un mercado OTC que se encuentra bajo la supervisión del NASD. Es el primer mercado electrónico de valores de Estados Unidos y actualmente es en donde se negocian la mayor cantidad de títulos de deuda. Según la SEC, el Nasdaq se puede separar en dos mercados: el Nasdaq National Market, en donde se negocian los títulos de las compañías más grandes y con mayor actividad, y el Nasdaq SmallCap Market en el cual se negocian un número de pequeñas compañías en crecimiento.

Como todos los mercados OTC, el Nasdaq no tiene un lugar físico de negociación, sino que las transacciones se realizan a través de Internet, y directamente entre los inversores y los compradores y vendedores, a través de un sistema electrónico al cual se encuentran conectados unos con otros. En este mercado, los que cumplen la función de *traffic control* son los denominados *market makers*, quienes sirven de intermediarios entre las transacciones de los compradores y vendedores. El Nasdaq se considera dentro de los mercados más grandes del mundo, el más riesgoso, debido a que se negocian títulos de empresas pequeñas.

Por otro lado, los bonos municipales son negociados en mercados OTC. Las emisiones pequeñas de títulos municipales se mantienen entre los agentes de bolsa regionales, bancos locales, etc. Las grandes emisiones son respaldadas por grandes *brokers* y bancos, alguno de ellos relacionados con los emisores de estos títulos. A partir del año 2000, los bonos municipales en el mercado secundario como las nuevas emisiones se pueden negociar por medio de Internet. Por convención, la cotización de los bonos corporativos y los Treasuries se presenta como un porcentaje de su valor par. En cambio, los bonos municipales son cotizados

por el rendimiento al vencimiento. En este caso, el precio de los bonos se denomina *basis price* (precio base). Los que cotizan como porcentaje del valor par se denominan *dólar bond*. Las reglas que rigen el mercado de títulos municipales son fijadas por la Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB). Sin embargo, las autoridades de inspección y supervisión de estas reglas son la SEC y el NASD.

En el cuadro siguiente se pueden observar todos los títulos emitidos por el sector público norteamericano, y su participación dentro del volumen en circulación del total de títulos públicos.

3.3.4. Emisiones Privadas

Las emisiones privadas las podemos dividir en emisiones corporativas en donde encontramos los Corporate Bonds, las Medium-Term Bonds (MTN) y los Commercial Paper; y títulos que surgen a partir de un proceso de titulización (ABS, MBS, etc.). Al final de este apartado se presenta un cuadro en el cual se puede observar las principales características de las emisiones privadas.

3.3.4.1. Emisiones corporativas

CORPORATE BONDS

En Estados Unidos, los principales emisores de Corporate Bonds son las empresas privadas, compañías de transporte, empresas industriales, compañías de servicios financieros y grandes holding (Fabozzi, 2004b). La estructura de los títulos es diversa, pueden ser emitidos a cupón fijo, variable o cupón cero. Aquellas emisiones que pagan cupón lo hacen semestralmente.

Se pueden dividir las emisiones de corporate bonds en emisiones a corto plazo cuyo vencimiento oscila entre uno y cinco años, bonos a medio plazo que se emiten con vencimientos entre cinco y diez años, y bonos emitidos a largo plazo cuyos vencimiento oscila entre los diez y veinte años.

La mayoría de las entidades que invierten en los corporate bonds son grandes instituciones financieras, como fondos de pensión, bancos de inversión, compañías de seguro, etc. Los bonos privados se pueden dividir en deuda garantizada y deuda no garantizada. Los títulos de deuda garantizada son aquellos que están garantizados por activos propiedad del emisor del título o de un tercero. Si la empresa cae en banca rota, el tenedor del título tiene el derecho a reclamar estos bienes. La estructura de los títulos garantizados varía dependiendo del tipo de garantía que ofrecen y de la forma de responder por parte de los activos de la empresa si la misma no puede pagar su deuda. El éxito de una emisión no garantizada dependerá del *rating* crediticio que tenga el emisor. Estos títulos tienen un mayor rendimiento que los títulos públicos debido a que tienen un mayor riesgo.

Cuadro 3.6. Principales características de las emisiones públicas en Estados Unidos

| Organismo Emisor | Nombre | | Proceso de Emisión | Frecuencia de emisión | Cupón | Pago de Intereses | Amortización | Vto. | Stock | Mercado Secundario |
|---|-----------------|---------------------------------|-----------------------------|--|-----------------|-------------------|-------------------|-----------------|-------|---|
| Tesoro de Estados Unidos | Treasuries | T-Bills | Subastas públicas regulares | Semanal | Al descuento | | - | 3 meses a 1 año | 20,6% | OTC y Bolsas de Valores |
| | | T-Notes | Subastas públicas regulares | 2 y 5 años: mensual, 3 años: trimestral 10 años:8 veces al año | Fijo | Semestral | 2, 3, 5 y 10 años | Al vto. | 54,5% | |
| | | T-Bonds | Subastas públicas regulares | Semestral | Fijo | Semestral | 10 a 30 años | Al vto. | 11,7% | |
| | | TIPs | Subastas públicas regulares | 5 y 20 años: semestral, 10 años: trimestral | Variable* | Semestral | 5, 10 y 20 años | Al vto. | 8,4% | |
| | Saving Bonds | E/EE | Subastas públicas | No Programada | Fijo o Variable | Cupón Cero | 30 años | Al vto. | 3,4% | No se negocian en el Mercado Secundario |
| | | H/HH | Subastas públicas | No Programada | Fijo | Semestral | 20 años | Al vto. | 0,3% | |
| | | I | Subastas públicas | No Programada | Variable* | Cupón Cero | 30 años | Al vto. | 0,9% | |
| GSEs y Agencias del Gobierno | Agencies Bonds | ABS | Subastas sindicadas | No Programada | Fijo | Mensual | 5 a 10 años | | | OTC y Bolsas de Valores |
| | | MBS | | No Programada | Fijo | | | | | |
| Municipalidad es, distritos y localidades | Municipal Bonds | Tax-Backed | Subastas sindicadas | No Programada | Fijo | Semestral | 2 a 40 años | | | |
| | | Revenue bonds | | No Programada | Variable | Semestral | LP | | | |
| | | Variable-rate demand obligation | | No Programada | Variable | Semestral | LP | | | |

*Ajustan el capital por CPI-U (Urban Consumer Index Price), que representa la tasa de inflación de la economía
 El 0,2% que falta corresponde a un conjunto de emisiones que no se encuentran en el mercado

Los Debenture Bonds²⁸ son bonos que no están garantizados por ningún activo. Cuando una empresa no cumple con la obligación, los tenedores pueden exigir bienes de propiedad de la empresa que no estén prendados por otra deuda.

Cuando los Corporate Bonds son emitidos públicamente deben estar registrados en la SEC y como parte del registro, el emisor debe presentar un documento que detalle las características del emisor y del título que se va a emitir. Si la emisión se realiza de forma privada, no es necesario que se registren en la SEC. Este sistema lo utilizan en general las empresas pequeñas o menos conocidas, que tienen una estructura financiera muy compleja, por lo cual tienen acceso limitado al mercado público, en el que se encuentran las grandes compañías (Banco Mundial, 2004b). Sin embargo, este tipo de emisiones no pueden ser revendidas sin el anterior registro en la SEC.

MEDIUM-TERM NOTES (MTN)

Las Medium-Term Notes (notas a medio plazo) son títulos de deuda corporativa con una característica que las distingue de los títulos de deuda privada comunes, se ofrecen en pequeñas cantidades de forma continua a los inversores²⁹.

Los inversores pueden seleccionar entre varios rangos de vencimiento, de nueve meses a un año, entre un año y dieciocho meses, entre los dieciocho meses y los dos años, y de aquí a los treinta años. En cuanto a la estructura de emisión, se emiten tanto a tasa fija como variable. Las mismas son emitidas tanto por empresas financieras como no financieras, además de empresas y gobiernos extranjeros, agencias federales e Instituciones supranacionales. También se pueden emitir en dólares o en cualquier moneda externa.

Una de las características especiales de los MTN es la manera en la cual se distribuyen los títulos a los inversores, muchas de las cuales son distribuidas por medio de colocaciones *best-effort basis*, es decir, un acuerdo por el cual un banco se compromete a colocar una emisión de títulos y devolver el resto. Además pueden ser suscriptas directamente por bancos de inversión o por *broker/dealer* pertenecientes al mercado.

COMMERCIAL PAPER

Los commercial paper son títulos a corto plazo que emiten las empresas en el mercado abierto sin ningún tipo de garantía. El objetivo primario de estas emisiones es proveer fondos a corto plazo para hacer frente a las necesidades de circulante. La negociación de este tipo de títulos suele ser muy pequeña ya que la mayoría de los inversores las mantienen en su poder hasta el vencimiento. Los commercial paper se emiten con vencimientos entre uno a doscientos setenta días.

²⁸ Los Debenture Bonds en Estados Unidos son títulos que no están garantizados, a diferencia de Europa en donde este término se utiliza para referirse a los títulos garantizados.

²⁹ En general los bonos corporativos se ofrecen en grandes cantidades.

3.3.4.2. Titulización de activos

Los Asset-backed Securities (ABS) son títulos que surgen de un proceso de titulización, respaldados por un pool de préstamos. Cuando estos préstamos son hipotecarios los títulos se denominan Mortgage-backed Securities (MBS). En muchos países dentro de los ABS incluyen todos los tipos de préstamos titulizados, sin embargo en Estados Unidos se suele denominar ABS a los títulos que están garantizados por préstamos distintos a los hipotecarios. Por lo tanto describiremos primero los ABS y luego, los MBS.

ASSET BACKED SECURITIES

Los cuatro sectores más importantes del mercado de ABS en Estados Unidos son: los credit card receivables, motor-car-backed securities, home equity loan-backed securities y manufacturing housing loan. En este caso explicaremos las características de los dos primeros tipos, ya que en general la estructura básica es la misma para todos los tipos de activos subyacentes, los cambios se producen en el tipo de garantía que conllevan los préstamos que dan origen a los títulos.

Hay dos tipos de estructura para los ABS, los títulos *pass-through*, que representan la mayor proporción en el mercado, y los *pay-through*. La diferencia entre ambas estructuras es la forma en la cual se contabilizan los títulos y la forma de asumir los riesgos. En los títulos *pass-through* los inversores reciben todos los beneficios y asumen todos los riesgos de los activos integrados, y los títulos emitidos no son contabilizados como deuda en los estados contables de la emisora. Los títulos *pay through* se contabilizan como deuda en los estados contables de la emisora y el flujo de fondos que garantizan la emisión es reconfigurado y afectado al pago de los títulos valores.

a. Credit card asset-backed securities

El primer ejemplo de titulización de tarjetas de crédito fue en 1987 en US. Existen dos tipos de credit card ABS bonds, los stand-alone trust que es un pool de cuentas de tarjetas de crédito vendidos a un fideicomiso y utilizados como colateral de un único título. Esta estructura ha sido recientemente reemplazada por el *master trust*, la cual es una estructura que permite la titulización bancaria para emitir sucesivos títulos a partir de un fideicomiso solo, los cuales son garantizadas por el mismo pool de préstamos de tarjetas de créditos. Bajo estos acuerdos el emisor tiene más flexibilidad a la hora de emitir y no tiene costos asociados con la constitución de un fideicomiso cada vez que quiera hacer una emisión. En promedio, los títulos se emiten con un vencimiento que va desde los cinco a los diez meses.

b. Motor-car-backed securities

Los denominados Motor-car-backed securities son títulos en los cuales el activo subyacente se compone de préstamos realizados por los bancos comerciales para la compra de automóviles. La diferencia principal que existe entre los títulos MBS y títulos garantizados por

préstamos para automóviles es que estos son emitidos a corto plazo y no tienen riesgo de amortización. Los préstamos para automóviles van desde los tres a los seis años en Estados Unidos.

c. Mortgage Backed Securities

Estos títulos se inician a partir de un proceso de titulización. Es decir, las instituciones financieras que ofrecen préstamos hipotecarios, utilizan un pool de créditos como colateral de la emisión de bonos. En algunos casos se construye una entidad instrumental en la titularización de activos (SPV) para servir como entidad representante del pool de activos. Esto se realiza por razones administrativas y para aumentar el *rating* crediticio de la emisión. En Estados Unidos los MBS están garantizados explícita o implícitamente por el gobierno, por lo cual estos instrumentos se negocian como títulos libre de riesgo de crédito. En US las agencias del gobierno Ginnie Mae y dos agencias patrocinadas por el gobierno Fannie Mae y Freddie Mac, son entidades que se encargan de realizar el proceso de titulización de activos hipotecarios.

Los MBS Pass-Troughs son los tipos de MBS más comunes. En este caso el inversionista recibe todos los pagos de principal e interés cada mes, que son los *cash flow* que los prestatarios pagan del crédito hipotecario. La mayoría de los *pass-throughs* tienen vencimiento que van desde los cinco a los treinta años. Por otro lado, muchos son garantizados por préstamos hipotecarios a tasa fija, ajustable o una combinación de ambas. La diferencia entre las distintas emisiones se determina a partir de los *rating* crediticios del organismo emisor.

Dentro de los mortgage pass through securities encontramos los agency pass through (emitidos por las agencias del gobierno y las GSEs), y non-agency pass through. Los agency pass through pueden tener dos tipos de garantías. Un tipo de garantía es que los intereses y el principal se pagan a término, esto significa que si un deudor hipotecario no paga a término, el tenedor del título recibe igual el pago correspondiente. Los títulos con este tipo de garantía se denominan fully modified pass-through. El segundo tipo de garantía es igual al anterior con la diferencia que esta garantizado solo el pago de intereses, no del principal. Los títulos con este tipo de garantía se denominan modified pass-through.

Los non-agency pass-throughs securities son emitidos por bancos comerciales, cajas de ahorro, etc. La principal diferencia con los agency pass through es que las entidades privadas necesitan de alguna manera mejorar el *rating* crediticio para que sus emisiones tengan éxito. En el mercado secundario, los pass throughs cotizan de la misma manera que los US Treasuries.

3.3.4.3. Mercados secundario

En el mercado primario, las emisiones de deuda del sector privado son subscriptas en general por bancos de inversión y otras instituciones financieras. En el caso de pequeñas emisiones los bonos son suscriptos por un solo banco, en cambio, para grandes emisiones, en general la suscripción la realiza un sindicato de bancos (Choudhry, 2001).

En cuanto al mercado secundario, los títulos privados son negociados tanto en mercados oficiales como en mercados OTC. Los bonos que cotizan en bolsa lo hacen en la New York Stock Exchange (NYSE) y en la American Stock Exchange (AMEX). Estos mercados brindan servicios primarios a inversores finales quienes negocian este tipo de activos en pequeñas cantidades. Cada mercado tiene su propio *traffic control*, es decir personas que controlan la “intersección” en donde los vendedores y los compradores se encuentran. En el caso de las bolsas de valores organizadas se denomina “especialista”, quien controla problemas de tráfico específico y hace posible el buen funcionamiento del mercado.

Las principales características de los títulos privados en el mercado norteamericano se pueden observar en el cuadro 3.7.

Cuadro 3.7. Principales características de las emisiones privadas en Estados Unidos

| Organismo Emisor | Nombre | Tipo de Cupón | Pago de Intereses | Vencimiento | Amortización | Mercado Secundario |
|--|-------------------------|-----------------------------|-------------------|-------------------|--------------|-------------------------|
| Empresas Públicas, empresas no financieras y financieras | Corporate Bonds | Cupón cero, Fijo o Variable | Al voto. | 20 a 30 años | Al voto. | OTC y Bolsas de Valores |
| Entidades Financieras y no financieras | Médium Term Notes (MTN) | Cupón cero, Fijo o Variable | Al vencimiento | 9 meses a 30 años | Al voto. | |
| Cías no Financieras | Commercial Paper | Al descuento | | 1 a 270 días | Al voto. | |
| Instituciones Financieras | ABS | Fijo | Al vencimiento | 5 a 10 años | | |
| | MBS | Fijo o Variable | mensual | 15 a 30 años | | |

3.3.5. Conclusión

El mercado de renta fija de Estados Unidos es el más grande en cuanto a volúmenes de títulos en circulación, además de ser las emisiones que se toman como referencia en el resto de los mercados de renta fija. Por otro lado, en Estados Unidos surge la titulización de activos, y es por ende, donde se encuentra el mercado más grande y mas variado de este tipo de títulos.

Las entidades financieras son las que mayor volumen de títulos en circulación representan en el mercado, llegando al 56% en relación a los títulos emitidos por el gobierno, cuyo volumen en circulación representa el 33%, y a las emisiones de empresas no financieras o corporaciones cuyo volumen representa el 11%. Dentro de las emisiones públicas, las que dominan el mercado en términos de volumen en circulación son los títulos a medio plazo, tasa fija y amortización al vencimiento, como en la mayoría de los países desarrollados.

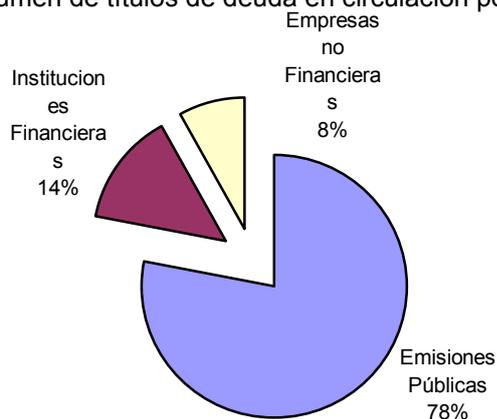
3.4. El mercado de activos de renta fija de Japón

3.4.1. Introducción

El mercado de renta fija de Japón es el mercado de renta fija más grande y más líquido de Asia y uno de los más grandes del mundo, siendo el segundo país en volumen en circulación de títulos de renta fija, luego de Estados Unidos. De los países desarrollados llama la atención este mercado ya que es el único en el cual las emisiones de renta fija públicas están muy por encima de las emisiones privadas.

El volumen en circulación de los títulos de deuda pública representa el 78% del total de activos de renta fija emitidos en el mercado, como se puede observar en el gráfico 3.11. El mercado de títulos privados es relativamente pequeño en relación al público, y solo representa el 22% del volumen en circulación. Dentro del mismo las emisiones de las entidades financieras representa un 14%, y los títulos emitidos por empresas no financieras representan el 8% del volumen en circulación de activos de renta fija en el mercado japonés.

Gráfico 3.11. Volumen de títulos de deuda en circulación por tipo de emisor



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2006

3.4.2. Organismos reguladores del mercado de renta fija de Japón

Los organismos responsables de la regulación de los servicios financieros en Japón son: la Agencia de Servicios Financieros (FSA), la Comisión de Valores de Japón (SECS) y los Organismos Autorregulados (SROs). Antes de 1992, el Ministerio de Finanzas de Japón (MOF) era el responsable de la regulación del mercado de activos financieros en este país. En el año 1992 se crea la Financial Service Agency (FSA), entidad de inspección y control independiente de la función supervisora del Ministerio de Finanzas (MOF). Sin embargo, ésta comisión permaneció dentro del ámbito del MOF. En 1998 se produjo la separación definitiva de la Agencia de Supervisión Financiera (FSA) del MOF (Herbert Smith Tokio 2004). Actualmente la FSA es un organismo independiente del Ministerio de Finanzas.

SECURITIES AND EXCHANGE SURVEILLANCE COMMISSION (SESC)

La actividades de la Securities and Exchange Surveillance Commission (SESC) están destinadas a proteger a los inversores y asegurar la integridad del mercado de valores y futuros. La SESC esta autorizada para conducir inspecciones obligatorias y no obligatorias de entidades sospechosas de mantener actividades criminales, como violaciones a las regulaciones, manipulación de mercado y abusos de información privilegiada.

La Ley del Mercado de Valores (SEL), emitida por la SESC, regula las transacciones en el mercado de deuda pública y privada. Entre otras regulaciones, impone los requisitos de registro sobre los intermediarios financieros y los tipos de transacciones que se le permiten hacer tanto a los propios intermediarios como a sus subsidiarias. La SESC, junto con el resto de los organismos reguladores, requiere que las compañías cumplan con una serie de obligaciones, incluyendo la presentación de información sobre la empresa que pueda tener influencia en las decisiones de una inversión (disclosure). La SESC también regula la transacción de títulos, tanto dentro como fuera de las bolsas de valores. Las casa de valores extranjeras que actúan en el mercado financiero de Japón están reguladas por la Law Concerning Foreign Securities Firms.

FINANCIAL SERVICE AGENCY (FSA)

La Financial Service Agency es un organismo responsable de la estabilidad del sistema financiero de Japón. Entre las tareas que desempeña para cumplir este objetivo se encuentran:

- Mantener la estabilidad del sistema financiero en Japón, protegiendo a los depositantes, tenedores de pólizas de seguros, y los inversores en activos financieros.
- Inspeccionar y supervisar las instituciones financieras: entidades del sector público, bancos, intermediarios financieros, compañías de seguro y bolsas de valores.
- Establecer reglas para la negociación en el mercado de valores.
- Controlar el cumplimiento de las reglas del mercado de valores.
- Administrar las regulaciones financieras emitiendo órdenes de revocación o suspensión de licencias, e imponiendo sanciones.
- Planear y ejecutar políticas económicas relacionadas con el sistema financiero japonés.

El FSA se compone de un número de organismos, incluyendo la SESC y el Certified Public Accountants and Auditing Oversight Board (CPAFOB), cada uno de los cuales es responsable de un área en particular de la regulación financiera.

MERCADOS SECUNDARIOS

Mientras que el volumen de las negociaciones en las bolsas de valores de los títulos de renta fija es relativamente pequeña, juegan un papel importante en cuanto a la publicación de los precios, volúmenes, etc. de los activos de renta fija. Las casas de valores negocian en la Tokio Stock Exchange (TSE), Osaka Securities Exchange (OSE) y en la Nagoya Stock Exchange

(NSE), asistiendo a los inversores en la compra y venta de los bonos cotizados. Solo las compañías miembros de una bolsa están autorizados a negociar bonos cotizados.

En 1988, la Bolsa de Tokio fue la bolsa más importante del mundo en términos de valores en circulación y capitalización de acciones, mientras que la Bolsa de Valores de Osaka se encontraba en tercer lugar luego de la Bolsa de New York.

OTROS PARTICIPANTES DEL MERCADO: EL JASDAQ

El JASDAQ (Japan Securities Exchange, Inc.) comenzó su actividad actuando como un mercado Over the Counter (OTC). En el año 2004 fue reconocido por la SESC como una bolsa de valores. El JASDAQ es el único mercado japonés que adoptó dos estilos de negociación con el objetivo de aumentar la liquidez de los títulos negociados. El JASDAQ como organismo autorregulado, emite leyes sobre la actividad de los intermediarios financieros que son miembros de este mercado, especificando las condiciones de registro y la colocación de emisiones en los mercados OTC.

3.4.3. Emisiones públicas internas

Los títulos públicos representan el 78% del total del mercado de renta fija emitida en el mercado japonés. Los mismos se pueden dividir en dos, los títulos emitidos por el gobierno de Japón (JGS), y los títulos semipúblicos, en donde encontramos los bonos locales, los títulos sponsorados por el gobierno, y los FILP bonds (Fiscal Investment and Loan Program). En los cuadros 3.8., al final de este apartado, se presenta un resumen de las principales características de las emisiones públicas, así como su volumen en circulación para junio del 2006.

3.4.3.1. Títulos emitidos por el Gobierno de Japón

Los títulos que emiten el gobierno de Japón son: las Financing Bills (FBs) y los Japan Government Bonds (JGB) que toman diferentes denominaciones dependiendo principalmente del plazo de emisión.

FINANCIAL BILLS

Las Financing Bills son letras emitidas al descuento cada semana, con vencimientos que van desde dos a tres meses aproximadamente. En general se emiten para financiar caídas temporales en las cuentas generales y especiales del Tesoro. Las Financing Bills tienen las mismas características que las Letras del Tesoro, con la diferencia que se emiten para cubrir déficit de fondos en el corto plazo.

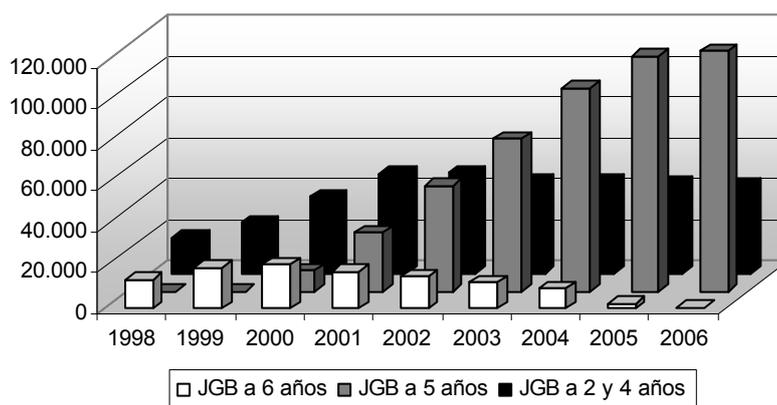
JGB A CORTO PLAZO: TREASURY BILLS

Los Treasury Bills (TBs) son parte de los Japan Government Bonds (JGB). Estos títulos son letras emitidas al descuento por el gobierno, cuyo vencimiento oscila entre los seis meses y el año. Estos títulos comenzaron a emitirse en 1985 y su principal objetivo fue rescatar bonos del gobierno japonés.

JGB A MEDIO PLAZO

Los títulos a medio plazo son emisiones con vencimientos entre los dos y los seis años. Dentro de este tipo de títulos podemos distinguir entre los bonos a dos, cuatro y seis años con cupones semestrales que no cotizan en el mercado, y los bonos con vencimiento a cinco años con cupones semestrales que si cotizan en el mercado secundario. Los títulos a cinco años comenzaron a emitirse en el año 2000 y son los que predominan en este segmento de JGB, como se puede observar en el gráfico 3.12.

Gráfico 3.12. Volumen en circulación de JGB a Medio Plazo
(millones de yenes)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de de Finanzas de Japón

En este gráfico se puede observar que los bonos a cinco años poco después del comienzo de su implantación adquieren importancia dentro del mercado, superando a los bonos a dos, seis y cuatro años. La razón se puede encontrar en que los bonos a cinco años se negocian en el mercado secundario a diferencia de los otros títulos a medio plazo.

JGB A LARGO PLAZO

Los títulos a largo plazo son emisiones a diez años con cupón fijo que se paga semestralmente. Estos títulos son los que dominan el mercado, ya que para el 2006

representaban el 30% del total de volumen en circulación. Además, estos títulos se toman como títulos de referencia para la emisión de otros bonos.

JGB A MUY LARGO PLAZO

Los bonos a muy largo plazo son emisiones con vencimientos a quince, veinte y treinta años, estos dos últimos pagan cupón fijo cada seis meses, mientras que el bono que se emite a quince años paga cupones variables. La tasa cupón de estos últimos títulos se determina en base a la tasa resultante de la subasta de los títulos cupón fijo a diez años más un margen determinado. Los bonos a quince años se emiten con frecuencia bimestral, los bonos a veinte años con frecuencia mensual, mientras que los bonos a treinta años se emiten con frecuencia trimestral.

JGB PARA INVERSORES INDIVIDUALES

JGB para inversores individuales son títulos emitidos por el gobierno japonés diseñados exclusivamente para inversores individuales con el objetivo de diversificar la composición de los tenedores de deuda pública.

Las primeras emisiones se realizaron en marzo del 2003. La razón que llevó al gobierno a emitir este tipo de títulos es que se supone que los inversores individuales son más estables en sus tenencias en el largo plazo, lo cual contribuiría a la estabilidad financiera. Estos títulos se emiten con frecuencia trimestral, tienen un vencimiento de diez años y pagan cupón variable, el cual se revisa semestralmente en relación a la tasa cupón de las nuevas emisiones de títulos públicos a diez años, además, si la tasa de interés declina, el gobierno garantiza una tasa cupón del 0,05%. En Enero del 2006 se comenzaron a emitir bonos para inversores individuales a tasa fija, y con un período de vencimiento de cinco años. Una de las características que tienen estos títulos es que pueden ser cancelados antes de su vencimiento, pero el tenedor tiene que pagar una penalización.

JGB INDEXADOS A LA INFLACIÓN

Los bonos indexados se introdujeron en marzo del 2004. Son bonos del gobierno cuyo principal varía dependiendo del índice de precios al consumidor. En estos bonos los intereses se calculan multiplicando la tasa cupón por el principal ajustado por inflación. A su vez, el principal ajustado es el resultado de la multiplicación del principal por el coeficiente de indexación que resulta del cociente entre el índice de precios de la fecha de pago por el índice de precios en el momento de emisión, el cual expresa la tasa de cambio de la inflación a partir de la fecha de emisión. La tenencia de los títulos indexados esta limitada a las instituciones financieras y los gobiernos extranjeros, los individuos, instituciones no financieras e inversores externos no pueden comprar estos tipos de títulos.

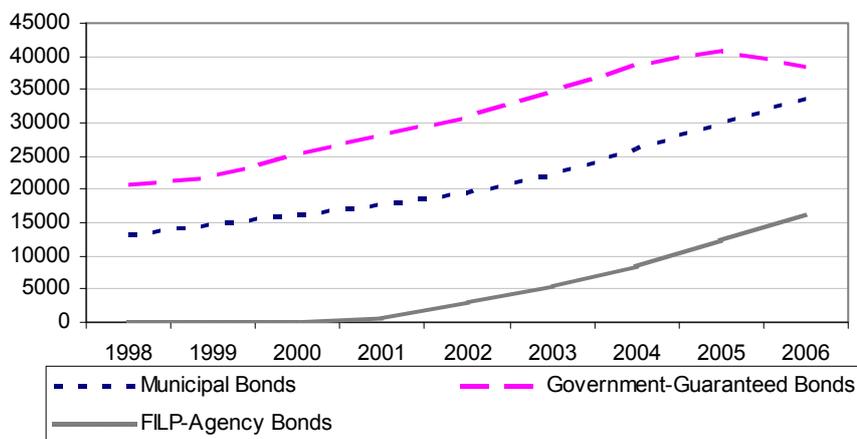
STRIPPABLE-BOOK-ENTRY SECURITIES

Una clase de activos que los podemos considerar distinta a los anteriormente mencionados son los strip. En Japón los bonos segregables se denominan *strippable-book-entry securities*. La primera segregación de bonos se realizó en enero del 2003, a partir de aquí, todos los bonos de deuda pública con cupón pueden ser segregados excepto los títulos a quince años cupón flotante.

3.4.3.2. Títulos semipúblicos

Dentro de los bonos semipúblicos encontramos los bonos locales o *local bond*, que son títulos emitidos por municipios y organismos del estado diferente al gobierno central, los bonos garantizados por el gobierno o *government-guaranteed bonds* y los bonos FILP (*Fiscal Investment and Loan Program bonds*), estos dos últimos son títulos garantizados por el gobierno central. De los tres tipos de títulos, los que tienen un mayor volumen en circulación en el mercado son los bonos garantizados por el gobierno, aunque a partir del 2005 se puede observar una disminución de su volumen, como podemos ver en el gráfico 3.13. En este gráfico se observa un aumento sostenido de los FILP, pero solo corresponden a los *FILP agency bonds*, cuyas características se explican en este apartado.

Gráfico 3.13. Volumen en circulación de títulos semipúblicos
(en millones de Yenes)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de de Finanzas de Japón

LOCAL BONDS

Estos títulos se pueden considerar semigubernamentales debido a que los municipios y prefecturas requieren un permiso del gobierno central para emitir deuda. El gobierno central fija el límite anual de las emisiones, determina el uso de los fondos provenientes de la emisión y determina quienes deben comprar estos bonos. Bajo esta protección, el rendimiento de estos bonos no refleja el riesgo de crédito de los gobiernos locales, con lo cual estos títulos tendrían

una garantía implícita del gobierno, ya que la insolvencia de los gobiernos locales en Japón no existe en sentido estricto (Doi yHayashi 2005).

Los bonos locales se emiten con vencimientos que van desde los cinco a los treinta años, variando el plazo de la emisión en relación al organismo suscriptor. El gobierno a través del Ministerio de Finanzas y de Asuntos Internos, determina los suscriptores de la deuda local. Alrededor del 40% de la emisión tiene que ser suscripta por fondos del gobierno, un 18% mediante oferta pública, y el resto va a colocación directa en instituciones financieras. Para septiembre del 2005, el 50% de los títulos municipales estaban adjudicados a fondos del gobierno, los fondos suscriptos por el Japan Finance Corporation for Municipal Enterprise (JFM) llegan al 10%, los fondos prestados por bancos representan el 30%, y las instituciones financieras mantienen un 10% de los fondos emitidos (Doi yHayashi 2005).

TÍTULOS GARANTIZADOS POR EL GOBIERNO

Los títulos garantizados por el Gobierno japonés se refieren a aquellas emisiones de empresas subsidiadas por el gobierno o entidades municipales cuyo pago del principal y los intereses esta garantizado por el Gobierno.

Dentro de estos tipos de títulos encontramos los títulos garantizados por el gobierno emitidos en el mercado doméstico (government-guaranteed domestic bonds), y las emisiones en mercados internacionales³⁰ (government-guaranteed overseas bonds). La mayoría de estos bonos son emitidos por instituciones financieras públicas, como Japan Finance Corporation for Municipal Enterprise (JFM), National Life Finance Corporation (NLFC), etc. La cantidad de títulos que emiten estas instituciones se acuerdan previamente con el gobierno. Las emisiones se realizan vía oferta sindicada. Los sindicatos manejan la oferta pública de los bonos. Si la cantidad suscripta se encuentra por debajo de la cantidad ofrecida, el sindicato tiene que adquirir el remanente. En general los títulos se emiten con cupones fijos y con vencimientos de dos a siete años, los que se consideran emisiones de corto y medio plazo, y emisiones a diez años que son de largo plazo.

FILP BONDS (FISCAL INVESTMENT AND LOAN PROGRAM BONDS)

El Fiscal Investment and Loan Program (FILP) es un sistema por medio del cual los fondos públicos son recaudados por instituciones financieras y se distribuyen para llevar a cabo objetivos de políticas públicas vía FILP Agencies, como por ejemplo Government Housing Loan Corporation y Small Business Finance Corporation, etc. A partir de abril del 2001 para aumentar la cantidad de fondos destinados a las agencias se introdujeron los bonos conocidos como FILP agency bonds y FILP bonds.

Los FILP Agency Bonds se emiten sin ningún tipo de garantía del gobierno de Japón. Por el contrario, los FILP Bonds se encuentran dentro de los bonos garantizados por el gobierno que explicamos anteriormente. Los FILP Agency Bonds son emitidos con vencimientos a cinco y

³⁰ Estos títulos se explicaran en el apartado de Emisiones Internacionales

diez años, en general a tasa variable, pero también existen emisiones a tasa fija. Los FILP bonds son emitidos con vencimientos que van desde los dos a los treinta años, y se pueden emitir con cupón fijo, variable o indexado por inflación.

3.4.3.3. Mercado primario

Si bien el Ministerio de Finanzas de Japón fija las emisiones de deuda pública y las características de las mismas, el Banco de Japón (BOJ) cumple un rol muy importante en todo el procedimiento de emisión de títulos.

Los servicios que presta el BOJ se pueden dividir en 3 categorías. El primero es la emisión de títulos del gobierno (JGS) para lo cual el banco anuncia las subastas públicas, acepta las ofertas y recauda los pagos. La segunda categoría se refiere al registro de los JGS, en el que el Banco actúa como agente depositario. La tercera tarea es que se hace cargo de los pagos de los servicios de la deuda. La forma en la cual se subastan los títulos públicos depende del tipo de títulos objeto de subasta. Los métodos más utilizados son la suscripción sindicada y la oferta pública, pero existen otros.

Todos los títulos emitidos por el gobierno, excepto los títulos emitidos a diez años con cupón fijo, se emiten por medio de subastas públicas (public offering auction). Para incrementar la liquidez de los bonos del gobierno, el ministerio implementó una oferta adicional de emisiones que ya están en circulación, denominada re-opening. Las emisiones re-opening son reaperturas de emisiones ya realizadas. Una emisión de reapertura debe tener las mismas características que la emisión original. Además de los métodos tradicionales, en Japón se utiliza otra forma de colocación de títulos de deuda pública, ellos son: las Public Savins, OTC sale y Switch del Banco de Japón. Las Public Savins, OTC sale) son las ventas en el OTC de los títulos emitidos por el gobierno (JGSs) a las oficinas postales comenzó en 1988. Actualmente, las oficinas postales solo realizan ofertas públicas de los títulos cupón fijo de dos, cinco y diez años. Cuando la cantidad total demandada no cubre la emitida, la postal savings debe adquirir el remanente.

La Switch auction del Banco de Japón (BOJ Switch) es cuando es el mismo Banco que comprar deuda pública. Si bien está prohibido por ley que el Banco de Japón suscriba deuda pública, el BOJ mantiene grandes cantidades de bonos del gobierno. Si el Ministerio de Finanzas quiere convertir deuda ya existente en el mercado, debería emitir bonos de conversión. Sin embargo, una emisión masiva de bonos de conversión (refunding bonds) podría encontrar en el mercado una insuficiencia de fondos por parte del sector privado, lo que llevaría al BOJ a prestar dinero para comprarlos. Para evitar este efecto circular, al BOJ en circunstancias especiales, se le permite suscribir únicamente la cantidad necesaria para renovar estos bonos al vencimiento.

3.4.3.4. El Mercado secundario

Las transacciones de títulos emitidos por el gobierno se pueden realizar en las bolsas de valores y en mercados over-the-counter (OTC). Este último es el método de transacción predominante de los títulos públicos. Actualmente, los bonos a dos, cinco, diez, veinte y treinta años a tasa fija, cotizan en las bolsas de Tokio, Osaka y Nagoya, en las cuales se publican los volúmenes negociados diariamente.

En los mercados OTC, los precios se negocian entre las partes que realizan la transacción. Sin embargo, para asegurar la transparencia y la estabilidad del mercado, la Fair Business Practice Regulation perteneciente a la Japan Securities Dealer Association (JSDA) requiere que cada intermediario financiero realice las transacciones de acuerdo a un conjunto de reglas internas. Además, para mejorar la información en relación a los precios en este mercado, la Asociación de Dealers publica los precios de referencia de las transacciones realizadas cada día, en base a los reportes que realizan los brokers/dealers miembros de la asociación y otras instituciones financieras. Al igual que los bonos emitidos por el gobierno, los bonos semigubernamentales se negocian tanto en bolsas de valores como en mercados OTC. En el cuadro 3.8 se pueden observar un resumen de las características de las emisiones públicas del gobierno japonés.

3.4.4. Emisiones públicas externas

Los government-guaranteed overseas bonds son títulos emitidos generalmente por agencias patrocinadas por el gobierno en los mercados internacionales. Para este tipo de títulos tanto el pago del principal como de los intereses está garantizado por el Gobierno de Japón. Las emisiones de government-guaranteed overseas bonds se realizan a gran escala, en general están denominadas en varias monedas como pueden ser: dólares, euros y yenes emitidas en el mercado de Eurobonos y en mercados globales. Tanto la estructura de vencimiento, cupones y el mecanismo de emisión son los mismos que para los government guaranteed bonds.

3.4.5. Emisiones privadas

El mercado de títulos de deuda privada es un mercado pequeño en relación al de emisiones públicas de renta fija, representa el 22% del total de emisiones de renta fija en circulación (JSDA, 2005). El mercado de títulos corporativos se puede dividir en dos: en emisiones de empresas no financieras, en donde se encuentran los Corporate Straight Bonds, y emisiones de entidades financieras, en donde encontramos los Bank Debenture, los Asset Backed Bonds (ABS) y los Asset-Back Commercial Papers (ABCPs). En el gráfico 3.14. se puede observar la distribución en el mercado en relación a su volumen en circulación. Se puede observar una predominancia de los bonos emitidos por las empresas. Además, en el cuadro que se presenta al final del apartado se pueden observar las características de los títulos emitidos por entidades privadas.

Cuadro 3.8. Principales características de las emisiones públicas en Japón

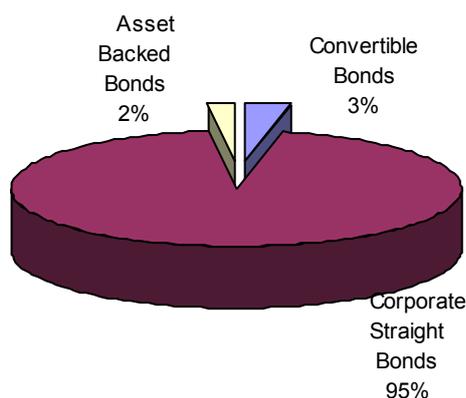
| Organismo Emisor | Nombre | Mercado Primario | Frecuencia de Emisión | Tipo de cupón | Pago de interés | Amortización | Vencimiento | Segregable | Stock | | Mercado Secundario |
|--------------------------|------------------------------|---|-----------------------|-----------------|-----------------|--------------|---------------|------------|--------|----------------------------------|---|
| Ministerio de Finanzas | Treasury Bills | Subasta Publica/BOJ Switch | Mensual | Al descuento | | | 6 meses-1 año | No | 4,77% | | Cotizan en Mercados OTC y Bolsas de Valores |
| | Financial Bills | Subasta publica | | Al descuento | | | 2 y 3 meses | No | 15,87% | | |
| | Médium-term Bond | Subasta Publica (3 años) Suscripción Sindicada (5 años) | Mensual | Fijo | Semestral | Al vto. | 5 años | No | 19,24% | | |
| | | Subasta pública Postal Saving | Mensual | Fijo | Semestral | Al vto. | 2,4 y 6 años | Si | 7,19% | | No cotizan en el mercado |
| | Long-term Bond | Suscripción Sindicadas, Postal Saving, Fiscal Loan | Mensual | Fijo | Semestral | Al vto. | 10 años | Si | 30,39% | | Mercados OTC y Bolsas de Valores |
| | Super-long-term Bond | Subasta Pública | Bimestral. | Variable | Semestral | Al vto. | 15 años | No | 18,9% | | |
| | | | Mensual | Fijo | Semestral | Al vto. | 20 años | Si | | | |
| | | | Trimestral | Fijo | Semestral | Al vto. | 30 años | Si | | | |
| | JGBs for Individual Investor | | Trimestral | Fijo | Semestral | Al vto. | 5 años | No | 2,02% | 3,62% | |
| | | | Trimestral | Variable | Semestral | Al vto. | 10 años | No | 1,6% | | |
| Inflation-Index Bonds | | Trimestral | Variable* | Semestral | Al vto. | 10 años | No | 0,82% | | Mercados OTC y Bolsas de Valores | |
| Prefecturas y Municipios | Local Bonds | Suscripto por Government Funds/OP/IF | - | Fija o variable | Semestral | Al vto. | 5-30 años | - | | | OTC/Bolsa de Valores |
| Agencias del Estado | FILP Bonds | | - | Fija | Semestral | Al vto. | 2-30 años | - | | | |
| FILP Agencias | FILP Agency Bonds | | - | Fija o variable | Semestral | Al vto. | 2-30 años | - | | | |

*Capital indexado por la tasa de inflación de la economía

3.4.5.1. Emisiones de empresas no financieras

Las empresas no financieras emiten títulos denominadas Corporate Bonds. Estos títulos se emiten con vencimientos que van desde uno a treinta años denominados en yenes japoneses. La mayoría de ellos corresponden a los denominados Corporate Straight Bonds, que son títulos que pagan semestralmente un cupón fijo y amortizan al vencimiento. La emisión se realiza mediante oferta pública o por colocación privada. También podemos encontrar bonos corporativos con otras características, pero no son muy comunes

Gráfico 3.14. Volumen en circulación de títulos privados



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de de Finanzas de Japón (MOF)

3.4.5.2. Emisiones de entidades financieras

BANK DEBENTURE

Dentro de este tipo de títulos encontramos los Zenshinres bonds, que son emitidos por Shinkin Central Bank, el cual actúa como el banco central de los Shinkin Bank. Los Shinkin Bank son instituciones financieras regionales sin fines de lucro que funcionan como una cooperativa, si bien sus funciones son las mismas que un banco comercial. También dentro de los bank debenture encontramos los Kinko bonds que son títulos emitidos por los bancos comerciales de Japón. Los bank debenture pueden emitirse al descuento (discount bank debentures) o con pago de interés periódico (Interest-bearing bank debentures). Todos los títulos se emiten con vencimientos de uno a diez años. La emisión se realiza dos veces por mes por medio del método *issue-as-you-sell*, es decir que el emisor no decide la cantidad de títulos que va a emitir, esta cantidad depende de la demanda del mercado.

ASSET BACKED BONDS (ABS) Y ASSET.-BACK COMMERCIAL PAPERS (ABCPs).

Los Asset Backed Bonds (ABS) y los Asset.-Back Commercial Papers (ABCPs) surgen a partir de un proceso de titulización de activos. A partir del 2003 las emisiones comenzaron a crecer, en parte, gracias a diversas revisiones de leyes en relación a los préstamos hipotecarios, que hicieron que este mercado sea más líquido. Sin embargo, este mercado está poco desarrollado

en relación al resto de países desarrollados (PIMCO, 2007). Dentro de los ABS, los bonos que se originan por la titulización de préstamos hipotecarios comprenden la mayoría de las emisiones. Las emisiones a tasa fija comprenden vencimientos entre dos y diez años, para plazos mayores, en general se emiten con tasa cupón variable. Por otro lado, el BOJ comenzó a partir del 2003 a comprar ABS y ABCP para inyectar liquidez a la economía, como instrumento de política monetaria (Ichiue, 2005).

3.4.5.3. Mercado secundario

La negociación en el mercado secundario se realiza a través de las casa de valores y en los mercados OTC por instituciones financieras autorizadas por medio de los siguientes métodos:

- a) Compras y ventas al contado: este método es el más común en la negociación de bonos. Las negociaciones se realizan normalmente por cada emisión en particular. Los inversores institucionales, sin embargo negocian varias cantidades en una sola transacción.
- b) Swap trading: esta negociación se realiza cuando la compra de un bono se hace inmediatamente después de la venta de otro. Los inversores institucionales utilizan este método para comprar y vender grandes cantidades de títulos.
- c) Gensaki Trading: (compra y venta condicional) es una venta o compra de un bonos con un acuerdo de volver a comprar o vender el bono en una fecha especificada (repo). Estas transacciones se realizan en general a corto plazo.
- d) Transacción con liquidación diferida: esta operación se realiza cuando la entrega del bono se realiza en uno o más meses después de la fecha del acuerdo.

El cuadro 3.9. que se presenta a continuación, resume las características anteriormente mencionadas de las emisiones privadas en el mercado de renta fija japonés.

Cuadro 3.9. Principales características de las emisiones privadas en Japón

| Tipo de Emisor | Nombre | | Tipo de cupón | Pago de interés | Amortización | Vto. | Mercado Secundario |
|--------------------------------|---------------------------|---|-----------------|--------------------|--------------------|-------------|--------------------|
| Empresas no financieras | Corporate bonds | | Fijo o variable | Estructura variada | Al vto. | 1 a 30 años | OTC |
| Entidades Financieras | Bank Debenture | Discount bank debentures | Al descuento | Estructura variada | Al vto. | 1 a 10 años | |
| | | Interest-bearing bank debentures | Fijo | Estructura variada | Al vto. | | |
| | Asset Backed Bonds | | Fijo | Estructura variada | Estructura variada | 2 a 10 años | |
| | | Variable | ≥ 10 años | | | | |

3.4.6. Conclusión

En cuanto a volumen en circulación de títulos de renta fija, Japón es el principal mercado dentro de Asia y el segundo mundial luego de Estados Unidos. En este mercado predominan

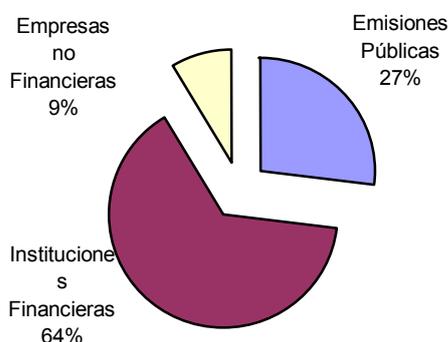
las emisiones públicas sobre las privadas. Dentro de las emisiones publicas sigue el patrón marcado por los países desarrollados, es decir, emisiones con tasa cupón fija y amortización al vencimiento, que representan el 60% del total. También emite una proporción importante en títulos al descuento, un 32%, cuya mayoría se emiten a corto plazo. El 7% restante corresponden a emisiones con cupón variable, en general, emisiones cuya tasa cupón esta vinculada a una tasa de interés del mercado. Desde el punto de vista de las emisiones privadas, se dividen en dos dependiendo del organismo emisor en emisiones de empresas no financieras y emisiones de entidades financieras. Del total de emisiones en circulación, cuyo porcentaje representa el 22% en relación a las emisiones públicas, el 14% son emitidas por instituciones financieras y el 8% restante por empresas no financieras.

3.5. El mercado de activos de renta fija del Reino Unido

3.5.1. Introducción

El sistema financiero de Reino Unido es uno de los más desarrollados del mundo, principalmente cuenta con un sector de servicios financieros muy fuerte en cuanto a bancos, compañías de seguros, etc., además de ser la ciudad de Londres uno de los tres mercados de capitales más importantes del mundo. Las emisiones de títulos de renta fija se encuentran lideradas por los títulos emitidos por empresas financieras, como se puede observar en el gráfico 3.15. Este elevado volumen se debe principalmente a las emisiones de este tipo de entidades en mercados internacionales. En segundo lugar se encuentran las emisiones del sector público, cuyo volumen en circulación representa el 27%. El restante 9% se encuentra emitido por empresas no financieras. Por otro lado, en Londres se concentran las negociaciones de los eurobonos, emisiones internacionales de títulos denominados de distintas monedas, pero predominan las emisiones en dólares estadounidenses.

Gráfico 3.15. Volumen de títulos de deuda en circulación por tipo de emisor



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2006

3.5.2. Organismos reguladores del mercado de renta fija de Reino Unido

Existen tres principales reguladores del sistema financiero del Reino Unido, Her Majesty's Treasury (HM Treasury), la Financial Services Authority (FSA) y el Banco de Reino Unido. La bolsa de Londres, London Stock Exchange (LSE), se considera un ente regulador, porque además cumple en parte el papel de organismo regulador. A grandes rasgos, el Banco de Reino Unido se encarga de asegurar la estabilidad de todo el sistema financiero, mientras que las funciones de la FSA tienen que ver con las condiciones de las instituciones financieras individuales. El Tesoro es responsable de toda la estructura institucional y de la legislación del sistema financiero.

HER MAJESTY'S TREASURY

El HM Treasury es una institución del gobierno bajo la dirección del Ministro de Economía. En materia de regulación financiera, la responsabilidad principal del Tesoro es fijar las normas de regulación y legislación del sistema financiero. De acuerdo al Memorandum of Understanding³¹, el Banco de Reino Unido y el FSA no están dirigidos por el Tesoro. Sin embargo, deben mantenerlo informado acerca del desempeño del mercado.

El organismo encargado de emitir títulos del Tesoro es la *Debt Management Office* (DMO). Este organismo se creó en 1998 y, en términos institucionales, es legal y constitucionalmente parte del Tesoro pero como una agencia ejecutiva que opera con independencia del Ministerio. El Ministro de Economía determina el programa de políticas en el cual el DMO opera, pero delega al jefe ejecutivo las decisiones sobre el manejo de la deuda y el dinero (Batten, J.A. et al, 2000).

THE FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA)

La Financial Service Authority es un organismo no gubernamental encargado de regular el sistema financiero. A partir del Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA), el FSA es el único regulador de las instituciones de captación de depósitos, compañías de seguros, organizaciones de inversión, etc. Su principal propósito es mantener la confianza en el sistema financiero del Reino Unido, para lo cual supervisa las casas de bolsa y valores, y monitorea el mercado financiero. Además, es responsable del seguimiento de los requerimientos del FSMA por parte de las bolsas de inversión y las casas de liquidación. De esta manera, se asegura que los inversores individuales tengan el mismo nivel de protección que cualquier otra institución del Reino Unido.

La UK Listing Authority (UKLA) es un organismo que se encuentra dentro de la FSA y se encarga de la regulación de los bonos que cotizan en el London Stock Exchange. Además, en el mercado primario la UKLA es la entidad que aprueba la emisión de nuevos títulos.

³¹ El Memorandum of Understanding es un tratado realizado por los tres organismos reguladores en donde se explican las funciones de cada uno de ellos y el programa de cooperación entre los mismos.

EL BANCO DE REINO UNIDO

Dentro de las funciones del Banco de Reino Unido encontramos:

1. Mantener la integridad y el valor de la moneda. La Comisión de Política Monetaria (MPC) del Banco de Reino Unido (MPC) fija la tasa repo, la cual es utilizada por las instituciones financieras como tasa de financiamiento para cubrir los requisitos de liquidez. Los cambios en la tasa repo tienen influencia sobre otras tasas del mercado monetario y sobre las tasas de los préstamos que realizan las instituciones financieras
2. Mantener la estabilidad del sistema financiero. La Comisión de Estabilidad Financiera del Banco se encuentra cada mes para evaluar el desarrollo del mercado y su impacto sobre la estabilidad del sistema financiero. Las conclusiones de este encuentro las comparten con el HM Treasury y la FSA, y de aquí surgen las posibles soluciones al problema.
3. Mantener la efectividad de los servicios financieros del Reino Unido. Este aspecto tiene como objetivo mantener a la ciudad de Londres como una de los centros financieros internacionales más importantes (Batten, J.A. et al 2000).

En relación al mercado de capitales del Reino Unido, el Banco de Reino Unido monitorea los mercados de futuros y opciones de títulos públicos, swaps, strips, repos y bonos domésticos.

MERCADOS SECUNDARIO

El London Stock Exchange (LSE) juega un rol muy importante en la regulación del mercado de renta fija, además de ser la bolsa en donde cotizan la mayor cantidad de bonos y acciones. Debido a que es un Self-Regulatory Organization (SRO), las firmas que desean emitir títulos de deuda en la bolsa están sujetas a las reglas de cotización y negociación propias del LSE, además de estar sujetas a investigación en el caso de sospecha de abuso de mercado.

INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

GEMMs (gilt-edge market makers): son dealers primarios registrados en el Banco de Reino Unido que están autorizados para negociar títulos de deuda pública. Una de las obligaciones principales de los GEMMs es dirigir la cotización de compra y venta (to make two way prices) para proveer liquidez al mercado. Los GEMMs también participan en las subastas de los títulos, realizando ofertas competitivas en los programas públicos de emisión. Además deben proveer información al DMO sobre las condiciones de mercado y de su posición dentro del mismo.

A fines de marzo del 2005, trece de los dieciséis GEMMs fueron reconocidos como Index-linked Gilt-edge Market Makers (IG GEMMs), lo cual significa que tienen las mismas obligaciones que antes pero en el mercado de bonos indexados. Inter-dealer broker (IDB): son firmas que proveen servicios a las GEMMs. Los servicios cuentan con pantallas en donde se publican los precios de negociación de los títulos de manera anónima. Solo las GEMMs tienen

acceso a las pantallas de los IDB. Se les exige a los IDB ser miembros del *London Stock Exchange*.

Una categoría separada de los broker del LSE son lo broker/dealer. Estas firmas pueden actuar tanto por cuenta propia como por cuenta de terceros y pueden negociar tanto con market makers como con firmas particulares.

3.5.3. Emisiones Públicas

En el Reino Unido los títulos emitidos por el tesoro se denominan gilts, término que proviene de gilt-edge securities. La deuda pública es emitida por la DMO (Debt Management Office), organismo que forma parte del Tesoro. El objetivo principal de esta división es administrar la deuda del Gobierno y promover la liquidez en el mercado de deuda pública de Reino Unido. Los títulos emitidos por el sector público son las Treasury Bills, los Convencional Gilt y los Index-linked Gilts, ambos representan el 99% del total de las emisiones de títulos públicos (DMO, 2006). Además se encuentran las Double-date Gilts y los Undated Bonds. El cuadro 3.10. que se encuentra al final de esta sección presenta un resumen de las principales características de las emisiones públicas, así como su volumen en circulación para junio del 2006.

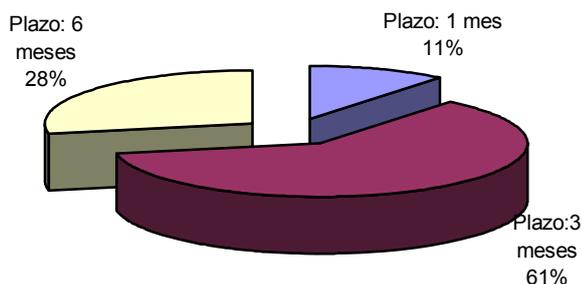
3.5.3.1. Emisiones del Tesoro del Reino Unido

TREASURY BILLS

Las Treasury Bills (T-bill) son emisiones semanales al descuento realizadas por el Tesoro. Estos instrumentos se emiten a corto plazo, con vencimientos de uno, tres, seis y doce meses. Además se han emitido letras en períodos que superan el año, pero no es frecuente este tipo de emisiones. Las Letras que se emiten en mayor cantidad son las que se tienen un plazo de vencimiento de tres meses, cuyo volumen en circulación para junio del 2006 representa el 61% del total de letras emitidas por el Tesoro, lo cual se puede observar en el gráfico 3.16. En el mercado de deuda del Reino Unido el rendimiento de los T-bills se considera generalmente como la tasa de interés libre de riesgo, por ser títulos emitidos a corto plazo y garantizados por el gobierno. Las características antes mencionadas llevan a que la inversión en T-bill se considere la más seguras del mercado de renta fija.

En el mercado primario los participantes en las subastas de las Treasury Bills son aquellos bancos que realizan acuerdos directamente con HM Treasury. A partir del año 2003 se realizó la desmaterialización de los Treasury bills, esto significa que los títulos con el mismo período de vencimiento son títulos fungibles, es decir, títulos que no se identifican numéricamente, sino que se integran a una masa de títulos de la misma clase e incorporan los mismos derechos (DMO, 2005).

Gráfico 3.16. Volumen en circulación de las T-Bills (Junio 2006)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del DOM, 2006

CONVENTIONAL GILTS

Los conventional gilts son títulos cuya forma es la más simple de las existentes en el mercado de bonos de Reino Unido, además de representar la mayor cantidad en el mercado de títulos de deuda del gobierno. Las estimaciones realizadas por el DMO revelan que para junio del 2006, representaban aproximadamente el 71% del total de las emisiones de títulos públicos. Los conventional gilts se emiten por medio de ofertas competitivas los martes de cada mes. Algunas emisiones son denominadas de acuerdo al propósito para el cual fueron emitidos. Los más comunes son los straight bonds (bonos ordinarios), cuyos pagos son semianuales, cupón fijo y amortización al vencimiento. Además existen títulos con la posibilidad de ser convertidos en otros bonos a través de las subastas denominadas conversions. En general se emiten entre cinco y treinta años. Sin embargo, en marzo del 2005 se comenzaron a emitir títulos con vencimiento a cincuenta años, denominada ultra-long conventional gilt. Debido en parte a la emisión de ultra long conventional gilts, Reino Unido es el país desarrollado que cuenta con el promedio de vencimiento de su deuda pública más elevado. Por otro lado, a diferencia de otros títulos del gobierno y a las emisiones de deuda privada, las negociaciones de las convencional gilts pueden ser de pequeño monto, ya que el valor nominal mínimo es de 1000 libras esterlinas.

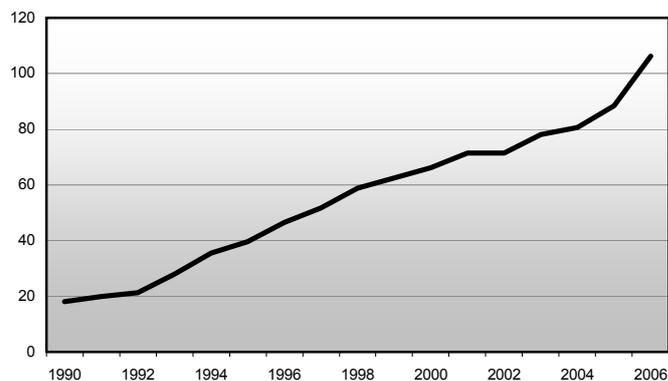
INDEX-LINKED GILTS

Los Index-linked gilts (I-L) o "linkers" representan el 24% del total del mercado de deuda pública inglesa. El Reino Unido fue uno de los primeros países en emitir bonos indexados a la tasa de cambio del índice de precios. Estos títulos se introdujeron para reducir o eliminar el riesgo de inflación. En estos bonos, los cupones y el principal se ajustan por el índice de precios al consumidor (RPI). Los títulos indexados pagan cupones semestrales y se emiten con vencimiento que va desde cinco a los cincuenta años, estos últimos se denominan ultra long Index-linked gilts, los cuales comenzaron a emitirse en el 2005.

Para calcular los cupones y el principal, el índice de precios que se utiliza es el RPI ocho meses antes de la fecha de pago de cupón, esto se denomina "indexation lag". El RPI que se utiliza para el cálculo lleva a que los retornos no se encuentren totalmente protegidos de la inflación, ya que se toma la tasa de inflación perteneciente a varios meses anteriores. Por lo que a partir del 2005 se comenzaron a emitir los nuevos *Index-linked gilts*, diferenciándose de

los anteriores en que el índice que precios que se toma para la indexación del título es el de los tres meses anteriores a la fecha de pago del cupón. El gráfico 3.17 presenta el volumen en circulación de estos títulos, en el cual se observa que las emisiones de los linkers siguen una tendencia creciente en el mercado.

Gráfico 3.17. Volumen en circulación de Index Linked Gilts (Billones de Libras)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del DMO, 2006

DOUBLE-DATE GILTS

El gobierno del Reino Unido emitió los títulos llamados double-date gilts, cuyas características son similares a los conventional gilts pero se diferencian de los anteriores en que se emiten con dos fechas de vencimiento. A partir de aquí, el gobierno decide la fecha de rescate de los bonos, eligiendo un día entre la primera y la última fecha de vencimiento. La fecha de pago se debe anunciar tres meses antes de que se produzca. A finales de marzo del 2005 había solo tres títulos en circulación con este tipo de características.

UNDATED BONDS

En la actualidad existen ocho títulos con renta perpetua, algunos datan del siglo XIX. El rescate de estos bonos es una decisión discrecional del gobierno, el cual no tiene mucho interés debido a que el cupón que paga es pequeño (DMO, 2005). El pago de los cupones se realiza trimestral o semestralmente.

GILT STRIPS

El sistema de segregación de títulos de deuda pública comenzó a realizarse en 1997. Solo pueden declarar la segregación y reconstitución de los bonos el Banco de Reino Unido conjuntamente con la Debt Management Office (DMO). Los títulos que por ahora el DMO permite que sean segregables son los convencional gilts que se emiten con cupones fijos. Los títulos segregables solo pueden ser negociados o estar en poder de los gilt-edge market makers.

3.5.3.2. Emisiones Semigubernamentales

Los títulos semigubernamentales no representan una proporción importante en el total de emisiones públicas. La pequeña cantidad de títulos en circulación se debe a que el gobierno comenzó a financiar a los municipios y a las agencias del gobierno a tasas muy convenientes, lo cual hace innecesario la emisión de títulos.

3.5.3.3. Mercado primario

Todas las emisiones de *conventional gilts* se realizan por medio de subastas desde abril de 1996, y las emisiones de *index-linked gilts* desde noviembre de 1998. Hasta fines de los '90 se emitieron por medio de *taps issued*, un sistema de emisión cuya diferencia con la oferta pública es que no está inicialmente limitado y se venden a precios del mercado secundario. Este tipo de emisión se utilizan para emitir títulos que están en circulación en el mercado, pero actualmente se restringen a circunstancias especiales.

El Tesoro publica un calendario de subastas antes de que comience el año financiero. El DMO provee más detalles de cada subasta al comienzo de cada trimestre, cuando además confirma las fechas de las subastas por trimestre y la banda de vencimiento que cada una de las subastas va a cubrir. Ocho días antes de la subasta el DMO anuncia el volumen nominal que va a ser subastado y la tasa cupón de las emisiones. Luego del anuncio el stock de títulos son listados en el London Stock Exchange y los *market makers* (intermediarios primarios) los contratan a través de la negociación denominada *when issued*, es decir, antes de la subasta.

Existen dos tipos de subastas que se diferencian según el título que se este subastando:

1. Subastas de los Conventional Gilts: están abiertas a todos los individuos y se adjudican por medio del sistema de precios múltiples. Los inversores institucionales en general realizan las ofertas a través de las GEMMs. Solo las GEMMs pueden realizar la oferta vía telefónica directamente con el DMO. El resto de los oferentes deben completar un formulario de oferta. Las ofertas pueden ser competitivas y no competitivas. En las competitivas los participantes ofrecen una cantidad a un determinado precio. Las ofertas no competitivas son asignadas al precio promedio de las ofertas competitivas aceptadas.
2. Subastas de los Index-linked gilts: pueden ser competitivas y no competitivas. Sin embargo, a diferencia de las subastas de las conventional gilts, los Index linked se subastan por medio del sistema de precio uniforme, lo cual significa que todos los adjudicatarios reciben su stock de títulos al mismo precio.

TAP ISSUE (TAP)

Antes de la adopción de las subastas competitivas, las *tap issues* era el principal método de emisión. Este método consiste en licitar una determinada cantidad de títulos a un precio mínimo, y solo podían participar de esta licitación los GEMMs. Actualmente estas emisiones se

realizan para disminuir los excesos de demanda que pueden afectar la estabilidad del mercado de los títulos del gobierno.

CONVERSIONS

Ocasionalmente el DMO ofrece a los inversores la oportunidad de convertir sus tenencias de títulos en otros a una tasa de conversión fija relacionada con los precios de mercado de ese título. El DMO utiliza este tipo de ofertas para aumentar la liquidez de los títulos en circulación en el mercado secundario en momentos donde no se realizan muchas emisiones y para concentrar la deuda circulante. En general, los títulos que son candidatos a la conversión son aquellos que no son segregables, vencen en períodos mayores a los cinco años y tienen un volumen circulante de menos de 5 billones de libras. La conversión no es obligatoria por parte de los tenedores.

3.5.3.4. Mercado Secundario

Los títulos emitidos por el Gobierno inglés se negocian tanto en mercados *over-the-counter* (OTC) como en la Bolsa de Valores de Londres (LSE). En los mercados OTC, las transacciones se realizan vía telefónica o por medio de redes informáticas. El London Stock Exchange juega un rol muy importante en el sostenimiento de la posición de Londres como uno de los centros financieros más grandes del mundo. La Bolsa de Londres es una de las tres bolsas más importantes del mundo, además de ser la bolsa en la cual cotizan la mayor cantidad de entidades internacionales. En la Bolsa de Londres cotizan acciones ordinarias de compañías locales y extranjeras, y títulos de renta fija emitidos por instituciones privadas y es el mercado tanto primario como secundario de los títulos del gobierno británico. En el cuadro 3.10 se presenta un resumen de todos los títulos que describimos anteriormente, así como el volumen en circulación de cada uno en relación al total.

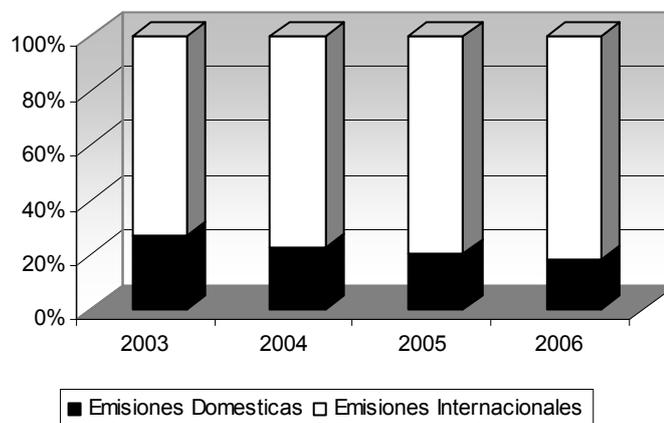
3.5.4. Emisiones Privadas

En UK hay un mercado relativamente pequeño de títulos privados interno, ya que como se señaló anteriormente, las empresas privadas tienen la posibilidad de emitir sus títulos en el mercado de Eurobonos en la moneda que deseen, lo cual hace disminuir sus colocaciones en el mercado doméstico. A causa de ello, las entidades privadas, principalmente las entidades financieras emiten una gran proporción de deuda en el mercado internacional. Como se puede observar en el gráfico 3.18, alrededor del 90% de las emisiones de instituciones financieras se realizan en el mercado internacional. Además se puede observar una tendencia creciente de emisiones internacionales en relación a las emisiones domésticas.

Como mencionamos al principio, las emisiones de las entidades financieras representan el 64% del volumen en circulación de títulos de renta fija, junto a las emisiones de las entidades no financieras, las emisiones privadas representan el 75% del total de emisiones inglesas (BIS Mayo 2006). Por ello, con el objetivo de describir el mercado de títulos privados ingleses, dividimos las emisiones privadas en dos: emisiones de empresas no financieras y emisiones de

empresas financieras. Luego, en el siguiente apartado se presentan las características de los títulos emitidos en el euromercado.

Gráfico 3.18. Volumen en circulación de emisiones de instituciones financieras



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2006

3.5.4.1. Emisiones de entidades no financieras

Los títulos en general se emiten de la forma straight bond, es decir, bonos cupón fijo, que se pagan semestralmente, y el capital amortiza al vencimiento del título. En este mercado además se emiten los bonos convertibles a tasas fijas de interés que se paga semestralmente, y que le permiten al tenedor convertir el bono en acciones de la compañía en una cantidad predeterminada.

3.5.4.2. Emisiones de entidades financieras

Dentro de los títulos emitidos por entidades financieras encontramos los denominados *Asset-backed Securities* (ABS), que al igual que en la mayoría de los países industrializados, en los últimos años hay una tendencia creciente de emisiones de este tipo de títulos. La mayoría de las emisiones de ABS se emiten en el mercado de Eurobono más que en el mercado doméstico. A diferencia del mercado norteamericano, muchas emisiones de ABS se emiten con tasa variable, ya que la mayoría de los préstamos de los que surgen estos títulos son a tasa variable. El activo subyacente de la mayoría de los ABS son préstamos hipotecarios (*Mortgage-backed securities*), siguiendo en importancia aquellos que están garantizados por créditos de tarjetas de crédito y préstamos para la compra de automóviles. En el 3.11., al final de este apartado, se realiza una descripción de las principales características de las emisiones privadas.

Cuadro 3.10. Principales características de las emisiones públicas en Reino Unido

| Organismo emisor | Nombre | Proceso de Emisión | Frecuencia de Emisión | Cupón | Pago de interés | Vencimiento | Amortización | Porcentaje 2005 | Mercado Secundario |
|-----------------------|--------------------|-------------------------|-----------------------|--------------|-----------------|--------------------|----------------|-----------------|--------------------|
| Tesoro de Reino Unido | T-Bill | Subastas Regulares | Semanal | Al descuento | | 1, 3, 6 y 12 meses | Al vencimiento | 4,2% | OTC |
| | Convencional Gilt | Subastas Regulares | Mensual | Fija | Semestral | 1 a 10 años | Al vencimiento | 13% | |
| | | | | | | 10 a 20 años | Al vencimiento | 21% | |
| | | | | | | 20 a 50 años | Al vencimiento | 36,8% | |
| | Index-linked Bonds | Subastas Regulares | Mensual | Variable* | Semestral | 5 a 50 años | Al vencimiento | 24,4% | |
| | Double Dated | Subastas no programadas | No se emiten más | Fija | Semestral | 4 a 6 años | Al vencimiento | | |
| Undated-Dated | | | | Trimestral/ | Perpetuos | | 0,7% | | |

* Actualizan el capital por el RPI que es la tasa de inflación de Reino Unido

MORTGAGE-BACKED SECURITIES (MBS)

Los MBS son títulos que surgen de la titulización de préstamos hipotecarios. En el Reino Unido podemos encontrar los denominados repayment mortgages que son aquellos que están garantizados por préstamos con amortización parcial, es decir, el nominal no se paga al vencimiento sino que coincide con el pago de los créditos subyacentes. Otro tipo de títulos que se emite en el mercado británico son los denominados mortgages endowment que son aquellos títulos que están garantizados por préstamos que no pagan el nominal hasta el vencimiento, pero si realizan pago periódicos de intereses (FSA, 2005). A diferencia del mercado de Estados Unidos, muchas de las emisiones de este tipo de títulos se realizan a tasa variable, debido en gran parte a la naturaleza de interés variable de los préstamos hipotecarios.

CAR LOAN BOND Y CREDIT CARD ABS

En segundo lugar se encuentran los títulos cuyo subyacente son los préstamos para la compra de automóviles o los préstamos que están respaldados por los créditos de las tarjetas de crédito. Los ABS respaldados por préstamos para la compra de automóviles se denominan Car Loan bond. En general su vencimiento oscila entre los tres y los seis años. Los credit card ABS, como su nombre indica, son títulos que están garantizados por créditos de las tarjetas de crédito. La mayoría de estos títulos se encuentran emitidos en el euromercado.

3.5.4.3. El mercado Primario

La emisión de deuda corporativa requiere de instituciones financieras que lleven adelante el proceso de emisión, como por ejemplo, bancos de inversión. Los bancos de inversión proveen tanto servicios de asesoramiento como de suscripción, garantizando la colocación de una emisión en su totalidad. Como parte del proceso de suscripción, el banco puede o bien garantizar un precio mínimo para los bonos, o ayudar a colocar el bono al mejor precio posible. En general, si la emisión es pequeña, el proceso de suscripción se realiza por medio de un solo banco. En cambio, si la emisión es grande, se realiza por medio de un sindicato de bancos.

3.5.4.4. Mercado secundario

El mercado secundario es un mercado OTC, al igual que el mercado secundario de los títulos públicos. Las cotizaciones de los títulos corporativos se realizan en el *London Stock Exchange*. A continuación podemos observar un resumen de las características de los títulos privados que se emiten en el mercado inglés.

Cuadro 3.11. Principales características de las emisiones privadas en Reino Unido

| Tipo de Emisor | Nombre | Tipo de cupón | Pago de interés | Vencimiento | Amortización | Mercado Secundario |
|--------------------------|--------------------------|---------------|---------------------|-------------------------|----------------------------------|-------------------------|
| Entidades no Financieras | Straight bonds | Fijo | Semestral | | Al vencimiento | OTC y Bolsas de Valores |
| | Convertible bonds | Fijo | Semestral | | Al vencimiento | OTC y Bolsas de Valores |
| Entidades Financieras | ABS | Variable/Fijo | Mensual o Semestral | 3 a 10 años | Cuotas Parcial o Al vencimiento. | OTC y Bolsas de Valores |
| | MBS | Variable/Fijo | Mensual o Semestral | Emisiones a largo plazo | Cuotas Parcial o Al vencimiento. | OTC y Bolsas de Valores |

3.5.5. Emisiones Internacionales

El mercado de bonos internacionales lo podemos dividir en los denominados bonos externos, Eurobonos y bonos globales. Cuando hablamos del mercado de bonos externos nos referimos a los títulos que son emitidos por agentes externos en el mercado doméstico, en moneda domestica. El mercado de Eurobonos esta compuesto por títulos cuyas emisiones se realizan en más de un país, en una moneda en particular, emitidos por entidades no residentes.

Los bonos globales son títulos emitidos como bonos domésticos en el mercado nacional y como internacionales en el Euromercado, como por ejemplo, un bono emitido en dólares por una empresa de Estados Unidos y vendido tanto en el Euromercado como en el mercado interno. Los bonos externos son títulos que se emiten en un país por entidades domiciliadas fuera del país en el cual se realiza la emisión. En general son suscriptas por bancos o sindicatos de bancos perteneciente al país en donde se realiza la emisión, y están nominadas en la moneda doméstica. Este tipo de títulos en Reino Unido se denomina Bulldog. Muchos de estos bonos se emitieron en la década del '80 y actualmente no se emiten con frecuencia.

Los Eurobonos son instrumentos del mercado de deuda que pueden ser o no emitidos en moneda diferente al país de origen. Estos títulos tienen la característica de ser distribuidos internacionalmente, es decir, las emisiones se realizan en más de un país y se negocian en varios centros financieros internacionales. El mercado de los Eurobonos esta dividido en sectores dependiendo de la moneda en la cual está emitida. Por ejemplo, los Eurosterling bonds son títulos denominados en libras esterlinas, los eurodólares son títulos que se emiten en dólares, etc.

Los agentes emisores son los gobiernos nacionales y sus divisiones, entidades financieras y no financieras, y organismos supranacionales. Otra característica distintiva de estos títulos es que no se registran en el país de origen, sino que están registrados y regulados en el país en donde se realizó la emisión.

En cuanto a las características de emisión, el mercado de Eurobonos se ha distinguido por sus innovadoras estructuras de los títulos para adaptarse a las necesidades de los inversores. Los cupones se pagan anualmente, en general debido a los altos costos de distribución, ya que los tenedores se encuentran diseminados por todo el mundo (Fabozzi. FJ. 2004). Los títulos pueden tener características muy variadas, cupón cero, fijo, variable, convertibles, con opción de call, etc.

3.5.6. Conclusión

Como se señaló en la introducción de este apartado, el mercado de Reino Unido es uno de los principales mercados de renta fija de Europa, no solo por las emisiones domésticas sino también porque en Londres es el centro de negociación de los títulos emitidos en el mercado internacional. El origen de la mayoría de las emisiones en el mercado de renta fija corresponde a las emisiones de instituciones financieras, representando el 64% de las emisiones. Le sigue en volumen en circulación las emisiones del sector público y por último las emisiones de empresas no financieras.

Dentro de las emisiones públicas, predominan aquellas que se emiten con cupón fijo y amortización al vencimiento, que se denominan convencional bonds. Los títulos de deuda pública del Reino Unido se emiten con elevados plazos de vencimiento, como vimos anteriormente, más del 50% de las emisiones se realizan con vencimientos superiores a los diez años. Por otro lado, en los últimos años se realizaron emisiones de bonos con vencimientos a cincuenta años, lo cual es una característica distintiva en relación a otros mercados desarrollados. El Tesoro de Reino Unido fue el primero en emitir títulos indexados, y es uno de los pocos países donde los mismos tienen una importancia relativa elevada, representan el 24% del volumen en circulación de títulos emitidos por el Tesoro, y la tendencia a lo largo de los últimos quince años ha sido siempre creciente.

En relación a los títulos privados, como sucede en la mayoría de los países desarrollados, predominan las emisiones de entidades financieras, y dentro de ellas, aquellos títulos emitidos a través de un proceso de titulización. En este caso también el Reino Unido se destaca de otros mercados desarrollados, ya que la mayoría de las emisiones no se realizan en el mercado doméstico, sino en el mercado internacional como consecuencia de que Londres es uno de los principales mercados de las emisiones y negociaciones de los Eurobonos.

Capítulo 4

Análisis de la estructura de los títulos de renta fija en los países Latinoamericanos

4.1. El mercado de renta fija de Argentina

4.1.1. Introducción

El mercado de renta fija de Argentina es el tercer mercado de Latinoamérica en relación al volumen de títulos en circulación, luego de Brasil y México (BIS, 2006).

El mercado financiero de Argentina ha pasado por muchos cambios a partir del 2001, debido a la fuerte crisis política y económica que sufrió este país. En 1998 Argentina entró en un proceso recesivo que se extendería hasta fines del 2001, período en el cual se desató la crisis económica. A las adversas condiciones internas se le sumó la crisis rusa que se produjo en 1998, cuya consecuencia más directa fue la caída de los flujos de capitales hacia muchos de los países emergentes. Además, en 1999 se produjo la devaluación brasileña, cuyos efectos incidieron principalmente en la caída de las exportaciones hacia este país. A fines de este año, asume una nueva dirigencia política, sin embargo, la recesión económica se extendió durante todo el año 2000. Este año se puede caracterizar por fuertes cambios políticos que afectaban directamente las variables económicas, como la reestructuración del gabinete presidencial, la posterior renuncia del vicepresidente de la nación, etc.

Además, en lo puramente económico, los principales indicadores mostraban signos de debilidad: la tasa de desempleo llegó a niveles sin precedentes, el PIB seguía disminuyendo; no se cumplían las metas fiscales acordadas con el FMI, etc. todo lo cual no presentaba un buen panorama para el año siguiente, en donde Argentina tenía que afrontar los vencimientos de grandes partidas de deuda pública.

En el 2001, para hacer frente a los vencimientos de la deuda pública, Argentina recibió un paquete de ayuda de diferentes organismos e instituciones financieras internacionales como el FMI, el Banco Mundial, etc. llamado "Blindaje Financiero"³². Sin embargo, no fue suficiente para brindar confianza a los inversores, ya que meses más tarde al anuncio, el precio de los bonos continuó en caída, tendencia que venían mostrando a partir de la crisis rusa.

Luego del fracaso del blindaje, en junio del 2001 se anuncia el Megacanje y posteriormente, el canje de títulos públicos por Préstamos Garantizados, cuyo programa finalizó en diciembre del 2001. El Megacanje fue un plan de reestructuración de deuda pública voluntaria, con el objetivo de alargar los vencimientos de los títulos. El canje por Préstamos Garantizados proponía canjear títulos públicos por préstamos que estaban garantizados por la recaudación del impuesto a las transacciones financieras.

Todas estas medidas no pudieron evitar la crisis económica y política que se desató a fines del 2001, comenzando el año 2002 con la declaración de la imposibilidad de pago de la deuda pública, la posterior caída de la convertibilidad, y la pesificación de depósitos y préstamos³³.

³² El otorgamiento de las distintas cantidades de este préstamo se entregarían periódicamente con el cumplimiento de ciertas metas que los organismos internacionales obligaban a cumplir al Gobierno Argentino, como por ejemplo, mantener el régimen de convertibilidad, mantener equilibrada la balanza de pagos, realizar reformas profundas en el sistema de seguridad social, etc.

³³ La pesificación es la conversión forzosa de dólares a pesos de todos los depósitos y préstamos bancarios.

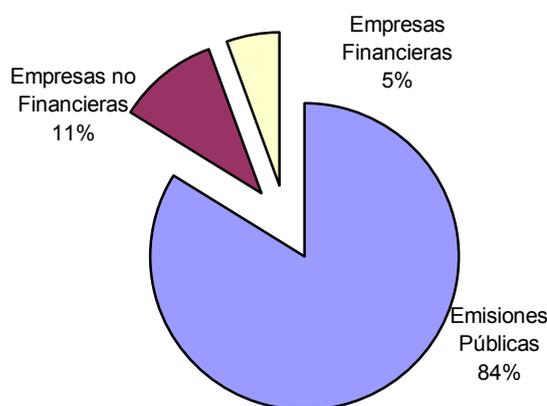
Luego del *default*, en el año 2003 comenzó el proceso de reestructuración de deuda que culminó en marzo del 2005. La reestructuración de la deuda consistió principalmente en el canje de casi la totalidad de títulos que estaban denominados en moneda externa, por títulos en moneda externa y en moneda local, estos títulos en su mayoría, se indexaron por un indicador de la evolución de la tasa de inflación doméstica, denominado Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER)³⁴.

El Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) es un índice de inflación que elabora el Ministerio de Economía para ajustar el capital de depósitos y créditos, y de esta forma, preservar el valor de la moneda de los contratos celebrados antes de la pesificación compulsiva en enero del 2002.

Los títulos que se describen en este capítulo son las emisiones de títulos de deuda que no cayeron en *default*, denominada “deuda vieja”, y los títulos post *default*, denominada “deuda *performing*”, dejando fuera del análisis aquellos títulos que cayeron en cesación de pagos y que aun no fueron canjeados.

Según las estadísticas del BIS para junio del 2006, las emisiones públicas son las que dominan el mercado, como en la mayoría de los países Latinoamericanos. Este hecho lo podemos observar en el Gráfico 4.1, el cual nos muestra la el volumen en circulación de títulos de renta fija por tipo de emisor. Se puede ver que el 84% de las emisiones de renta fija en circulación corresponden al sector público, siendo las emisiones de instituciones financieras las que menos participación tienen en el mercado.

Gráfico 4.1. Volumen de títulos de deuda en circulación por tipo de emisor



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2006

³⁴ El cálculo del Coeficiente de Estabilización de Referencia se presenta en el anexo 4.1.

4.1.2. Organismos reguladores y participantes del mercado de renta fija

Los organismos que regulan el sistema financiero argentino son: el Ministerio de Economía y Producción de la República Argentina (Mecon), la Comisión Nacional de Valores (CNV) y el Banco Central de la República Argentina (BCRA). Además describimos otros participantes del mercado en donde encontramos los mercados secundarios, las instituciones de custodia y liquidación de los títulos de renta fija y las instituciones financieras que participan directamente en el mercado de renta fija.

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y PRODUCCIÓN DE LA REPÚBLICA ARGENTINA (MECON)

Dentro del Ministerio de Economía funcionan dos subsecretarías que actúan activamente en el mercado de renta fija argentino. Por un lado, la Subsecretaría de Servicios Financieros, la cual se encarga de supervisar el funcionamiento de las instituciones que proveen servicios financieros, es decir, las actividades relacionadas con los seguros, el sistema de jubilaciones y pensiones, el mercado de valores, etc. Esta Subsecretaría actúa como intermediaria entre el Poder Ejecutivo de la Nación y la Comisión Nacional de Valores, entre otras instituciones. Por otro lado, la Secretaría de Financiamiento se encarga de la planificación y emisión de la deuda pública del Gobierno Nacional, además de supervisar la organización de los sistemas de información sobre mercados de capitales y el registro de endeudamiento público³⁵.

COMISIÓN NACIONAL DE VALORES (CNV)

La Comisión Nacional de Valores (CNV) regula, fiscaliza y controla a los participantes en el mercado de capitales, es decir, a las entidades que emiten títulos valores y a los intermediarios financieros que actúan en dichos mercados secundarios. Más específicamente, tiene la facultad de autorizar, suspender y cancelar la oferta pública de títulos privados, recibir e investigar denuncias y reclamos, y realizar inspecciones e investigaciones a las personas físicas y jurídicas que se encuentran bajo su esfera de supervisión. La CNV es una entidad autorregulada, pero sus normas dependen de la aprobación del Ministerio de Economía y Producción de la República Argentina (Lo Tártaro y Silva, 2000).

BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA (BCRA)

El Banco Central de la República Argentina es un organismo perteneciente al gobierno, pero con independencia en su funcionamiento. Además de realizar tareas en cuanto a la política monetaria del país, el BCRA tiene la tarea de "vigilar el buen funcionamiento del mercado financiero", objetivo que cumple a través de la Subgerencia General de Supervisión y Seguimiento, la cual controla la solvencia y liquidez de las entidades financieras (Lo Tártaro y Silva, 2000).

³⁵ Decreto 20/99 Presidencia de la Nación.

Por otro lado, a través de la Subgerencia General de Medios de Pago dirige las actividades vinculadas con la emisión, custodia y movimiento de los valores mobiliarios, como así también las actividades inherentes a la administración de las cuentas corrientes abiertas en las instituciones bancarias. Dentro del BCRA funciona la central de Registro y Liquidaciones del Banco Central de la República Argentina (CRYL), organismo que registra y liquida las operaciones de títulos públicos.

MERCADO SECUNDARIO DE TÍTULOS DE RENTA FIJA

En Argentina existen tres tipos de mercados secundarios: las Bolsas de Comercio, los Mercados de Valores y el Mercado Abierto Electrónico (MAE).

La bolsa de comercio más importante de Argentina es la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), una asociación civil sin fines de lucro. La BCBA esta autorizada para admitir, suspender y cancelar la cotización de títulos valores de acuerdo a sus propias normas, aprobada por la CNV. Dentro de sus funciones se incluyen el registro de las transacciones, publicación de volúmenes y precios, y la divulgación de toda la información que puede incidir en las cotizaciones. Además, desarrolla conjuntamente con la CNV actividades de supervisión de las entidades que actúan en el mercado de capitales.

Otras bolsas de Comercio que existen en el país, pero de menor importancia en cuanto a la negociación de renta fija y variable, son la Bolsa de Comercio de Rosario, de Córdoba, de Mendoza, de Bahía Blanca y de Mar del Plata. Los mercados de valores, en cuyo ámbito operan los agentes y sociedades de Bolsa, son entidades en donde se negocian los títulos valores. Estos títulos deben ser aquellos que están autorizados a negociarse en las Bolsas de Comercio a la que se encuentran adheridas.

En la mayoría de los países no existe un mercado de valores y una bolsa de comercio, si existe una bolsa de valores que se encarga de registrar y autorizar las cotizaciones, así como de reglamentar y fiscalizar las negociaciones. El mercado de valores más importante es el Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval), el cual esta adherido a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. El Merval es una entidad autorregulada cuyos accionistas son agentes o sociedades de bolsa. Las funciones que desempeña el Merval son: la concertación, liquidación, vigilancia y garantía de las transacciones realizadas en el mercado de capitales. Además, regula, coordina e implementa cada uno de los aspectos relacionados con la negociación de títulos valores, tipo de títulos y operatorias, condiciones de pago, etc. El Mercado de Valores de Buenos Aires posee un sistema de negociación de títulos privados y públicos llamado Mercado de Concurrencia, en donde se negocian los títulos con concertación electrónica, a través del Sistema Interconectado de Negociación Asistida Computarizados (SINAC) o a viva voz.

Otro ámbito de negociación de los títulos de renta fija es el Mercado Abierto Electrónico (MAE), un organismo autorregulado bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores (CNV). Este es un mercado *Over the Counter* (OTC) en el cual se negocian títulos de renta fija públicos y privados. En el MAE funciona el Sistema de Operaciones Electrónicas (SIOPEL), el cual es un sistema integrado de negociación electrónica donde participan la Bolsa Electrónica de Valores de Uruguay (BEVSA) y la Bolsa de Valores de San Pablo (BOVESPA).

INSTITUCIONES DE CUSTODIA Y LIQUIDACION DE TITULOS DE RENTA FIJA

a. Caja de Valores S.A.

La Caja de Valores es una sociedad anónima cuyo capital está integrado por las Bolsas y Mercados del país. Sus dos accionistas mayoritarios son la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y el Mercado de Valores de Buenos Aires S.A., cuyo capital accionario representa el 99% del capital total de esta entidad. Sus funciones son: ser depositaria y custodia de títulos públicos y privados, liquidar dividendos, revaluos, rentas y amortizaciones. Además es agente de registro de accionistas de las sociedades emisoras y de títulos públicos.

b. Banco de Valores S.A.

El Banco de Valores es una sociedad anónima cuyo accionista mayoritario es el Mercado de Valores de Buenos Aires (Merval). Esta entidad participa en el proceso de liquidación de las operaciones realizadas en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y, en muchos casos, actúa como agente colocador de las emisiones de acciones y títulos valores de las empresas.

c. Argenclear

Argenclear es la cámara de compensación y liquidación para las operaciones de títulos valores de deuda pública y privada, y de fondos que se registran en el MAE. Es una institución privada, cuyos principales accionistas son los bancos, quienes poseen el 60% de las acciones, el 30% es propiedad del Merval, y el 10% restante pertenece a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

d. Central de Registro y Liquidaciones del Banco Central de la República Argentina (CRYL)

La CRYL es una institución encargada del registro y liquidación de los nuevos instrumentos públicos. Esta organización se encuentra dentro del BCRA, y sus funciones son: el depósito en custodia de los valores de endeudamiento que emita el Estado Nacional, cuya colocación primaria la requiera la Secretaría de Hacienda; y la habilitación de cuentas de contrapartida a efectos de registrar la colocación primaria y las transferencias entre cuentas ("cuentas de registro) que sean ordenadas por sus titulares (Caldarelli, 2001).

OTROS PARTICIPANTES DEL MERCADO DE RENTA FIJA

a. Inversores institucionales

Los Inversores Institucionales más importantes son las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP's), Compañías de Seguros y Fondos Comunes de Inversión.

Estas instituciones financieras manejan un elevado volumen de títulos públicos, en parte porque el Gobierno realiza colocaciones directas en estas instituciones (CEPAL, 2001).

b. Agentes o sociedades de bolsa inscriptos en un mercado bursátil

Estas instituciones pueden ser agentes individuales, sociedades de bolsa o una mezcla de ambos. Deben cumplir con una serie de requisitos relacionados con la capacidad, la solvencia, la moral y el patrimonio. Además, a estos intermediarios se les requiere poseer al menos una acción del mercado (esto es, una acción del Merval) que cotiza en bolsa y se negocia en el mercado.

c. Agentes del Mercado Abierto Electrónico

Los Agentes del MAE son entidades financieras y agentes del mercado extrabursátil inscriptos en el MAE, que pueden actuar como intermediarios de títulos-valores en este mercado.

d. Entidades Financieras

Además de las anteriormente mencionadas, existen otras entidades financieras que corresponden en su mayoría a bancos privados, que son instituciones que realizan la colocación de títulos-valores en el mercado y actividades de administración de carteras, también pueden actuar como intermediarios en las transacciones de títulos-valores.

4.1.3. Emisiones públicas internas³⁶

Las emisiones públicas representan el 84% del total de emisiones en el mercado de renta fija. Los organismos que emiten deuda pública son el Banco Central de la República Argentina, el Ministerio de Economía de la República Argentina, a través de la Oficina de Crédito Público y la Tesorería General de la Nación, las provincias y municipios del país, y las empresas públicas. En el Cuadro 4.1., al final de esta sección, se presentan las principales características de las emisiones públicas en el mercado de renta fija argentino.

4.1.3.1. Emisiones del Banco Central de la República Argentina

LETRAS DEL BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA (LEBACS)

Las Letras del BCRA comenzaron a emitirse a principios del 2002 como parte de la política monetaria impulsada por el Gobierno para controlar la oferta monetaria, a partir de la caída de

³⁶ En este apartado se incluyen tanto la deuda en poder de tenedores domésticos como externos. La razón se explica en el apartado de emisiones públicas externas.

la ley de convertibilidad. Las Lebac se emiten al descuento, en pesos argentinos o dólares estadounidenses. Las letras que se emiten en pesos tienen plazos de vencimientos que oscilan entre un mes y 2 años. Estas letras pueden ajustar el capital por el índice CER.

Las letras en dólares se emiten a plazos entre uno y quince meses, la última emisión en dólares se realizó en octubre del 2005, y para junio del 2006 no existen letras en circulación denominadas en moneda externa. El proceso de licitación de las Lebac brinda resultados importantes para toda la economía ya que, la tasa de interés que surge de este proceso, es la que se toma como tasa de interés de referencia del mercado local (MECON, 2004).

NOTAS DEL BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA (NOBACS)

El BCRA comenzó a emitir las Nobacs en diciembre del 2003. Son emisiones con vencimientos entre dos a cuatro años, en pesos y en pesos ajustables por CER. El capital se devuelve íntegramente al vencimiento, y los cupones pueden ser fijos o variables.

Las Nobacs que pagan cupones cuyo interés es fijo, ajustan su capital por el índice CER. Las Nobacs en pesos que pagan cupón variable, toman como tasa de referencia la tasa de interés Badlar. Esta tasa la calcula el BCRA en base a las tasas de interés que pagan los bancos comerciales a los ahorristas por depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días, y de más de un millón de pesos o dólares, tomando como muestra una serie de entidades de Capital Federal y Gran Buenos Aires. Además se emiten Nobacs que pagan intereses fijos y que no ajustan el capital por CER con un tipo de interés superior al de las emisiones con tasa variable.

4.1.3.2. Emisiones del Estado Nacional

A partir de la reestructuración de la deuda, se puede realizar una primera división de los bonos emitidos por el Ministerio de Economía de la Nación entre aquellos títulos que se emitieron con el objetivo de canjear deuda pública en moneda externa y aquellos que se emitieron para saneamiento del sistema financiero luego de la crisis; aquellos que estaban emitidos antes del *default* y que, en parte se reestructuraron; y los títulos de la deuda nueva.

Dentro del primer grupo se encuentran los bonos Par, Discount, y Cuasipar, y las Unidades Vinculadas al PIB, que se emitieron con el objetivo de canjear deuda en default. Además, incluimos todos los Bonos del Estado Nacional (Boden), que se emitieron para compensar a los diferentes sectores de la economía, de los efectos adversos de la salida de la convertibilidad. Con la finalidad de una mejor comprensión, cuando describimos este grupo de títulos, los dividimos en dos: bonos para el canje, y Boden.

Por otro lado, existen en circulación títulos que, si bien entraron en default, el gobierno sigue cumpliendo tanto con los servicios, como con los pagos de capital de los mismos, ellos son los Bonos de Consolidación de Deuda, y se dividen según el tipo de acreedor en: Bocones Previsionales (PRE) y Provisionales (PRO). De todas maneras, si bien no cambiaron de nombre, si sufrieron modificaciones de las condiciones iniciales de emisión.

En la denominada deuda nueva, se incluyen todos los títulos que se emitieron luego de la reestructuración de la deuda, finalizada a mediados del 2005. Entre ellos se encuentran parte de los Boden, los Bonos de la Nación Argentina (Bonar) y las Letras del Tesoro (Letes). Las Letes son emitidas por la Tesorería General de la Nación, organismo dependiente del Ministerio de Economía y Producción encargado del gerenciamiento financiero del Sector Público.

Las deudas de las provincias y municipios no quedaron fuera de la reestructuración. Una gran parte de las mismas pasaron a manos del Estado Nacional en forma de bonos garantizados por los ingresos de la coparticipación federal denominados Bogar, títulos que también describimos en este apartado³⁷.

BONOS PARA EL CANJE DE DEUDA EXTERNA EN *DEFAULT*

Los bonos que se emitieron para canjear títulos en default son: los bonos Par, Discount y Cuasipar, las Unidades Vinculadas al PIB y los Bogar. Los tres primeros títulos se canjearon por 178 instrumentos financieros que se declararon en *default* a partir del 2001, entre los que se incluyen los Préstamos Garantizados³⁸, Bonos Globales³⁹ y Bocones. Los bonos Discount y Cuasipar incluyen quitas del capital del monto original de los títulos canjeados, a diferencia de los bonos Par que no incluyen este tipo de quitas⁴⁰. Los Bogar se utilizaron para canjear deuda en default de las provincias argentinas, pero además, pasaron a formar parte de los títulos del gobierno Central.

Los títulos Par, Discount y Cuasipar se emitieron en cuatro monedas diferentes: pesos, dólares, euros y yenes. El objetivo fue incluir todos los tipos de monedas en los que estaban nominados los títulos objeto de canje. Estos títulos se emitieron en el 2004, pero la fecha de emisión data de diciembre del 2003.

a. *Bonos Par*

Los bonos Par son bonos que, a diferencia de los otros dos tipos de títulos, no incluyen quitas de capital de la deuda canjeada. Se emitieron cinco series: dos en dólares, una en pesos, una en euros y una serie en yenes. Las dos series en dólares se diferencian en cuanto a la ley aplicable, es decir, a las cláusulas que incluyen estas emisiones. Al igual que los bonos emitidos en euros y yenes, la ley aplicable es extranjera, lo que supone una serie de cláusulas adicionales que la Ley Argentina no contiene⁴¹.

³⁷ La ley de coparticipación federal se refiere a las normas por las cuales se distribuyen los ingresos entre las provincias y el Estado Nacional.

³⁸ Los Préstamos Garantizados provienen de un canje de títulos públicos antes de diciembre del 2001 por préstamos que estaban garantizados por la recaudación de impuestos a las transacciones financieras.

³⁹ Los bonos Globales son títulos en moneda externa, emitidos en el mercado internacional.

⁴⁰ El monto de títulos Discount que se entregan corresponde al 33,7% del monto original. En el caso de los Cuasipar, este porcentaje asciende al 69,9%. CEPAL, 2006.

⁴¹ Estas cláusulas corresponden a Cláusulas de Acción Colectiva, *Pari Passu*, *Negative Pledge* y *Default-Cross-Default*. Para más detalles sobre estas cláusulas ver: Gerencia de Control de la Deuda Pública. Marzo, 2006

El vencimiento de estos títulos es de treinta y cinco años. Los intereses se pagan semestralmente y son variables de la forma *set-up*, es decir que van aumentando a medida que nos acercamos al vencimiento del bono. Los Par amortizan el capital en cuotas semestrales las cuales se pagan en las mismas fechas que los cupones, y las emisiones que se realizan en pesos, actualizan el capital por el CER.

Los Bonos Discount tienen las mismas características que los Par en cuanto a las leyes de emisión aplicables a cada uno de los bonos dependiendo de las cláusulas que presenten. A diferencia de los Par, estos bonos suponen una quita de capital aproximadamente del 75% del nominal canjeado. Son bonos que se emitieron a treinta años, los cupones son fijos y se pagan semestralmente. El capital se paga en cuotas iguales y coinciden con los pagos del cupón.

Sin embargo, estos títulos tienen una característica especial en cuanto a la tasa cupón que se aplica al capital. Si bien la misma es fija, una parte se paga en efectivo semestralmente, y otra parte se capitaliza, es decir, se realiza una capitalización parcial. Pero además, la parte de la tasa cupón que se capitaliza no es siempre la misma, sino que va disminuyendo por tramos a medida que nos acercamos al vencimiento del bono, hasta llegar la último tramo en el cual se paga la tasa cupón fijada en la emisión en su totalidad. Para el caso de los títulos emitidos en moneda local, el capital se ajusta por el índice CER.

b. Bonos Cuasipar

Los bonos Cuasi Par son títulos emitidos en pesos a cuarenta y dos años. Estos títulos se emiten con cupón fijo y los intereses se pagan con frecuencia semestral, pero se capitalizan los primeros diez años. El principal se paga en cuotas semestrales, y se ajusta por el índice CER.

Estos títulos contienen una quita nominal del monto canjeado de un 30% debido, en parte, a que las obligaciones originariamente estaban denominadas en dólares y se convierten en obligaciones en pesos a un tipo de cambio de 1 dólar/1,40 pesos. Además contienen una cláusula que no se pueden transferir hasta después de un año de su emisión.

c. Unidades Vinculadas al PIB

Las Unidades Vinculadas al PIB se emitieron para hacer frente a pago de intereses y capital atrasado durante el período de reestructuración de la deuda. Estos "títulos" se le otorgaron a cada uno de los acreedores que aceptaran los títulos presentados para el canje, y el monto coincide con la cantidad de deuda efectivamente canjeada.

Las Unidades Vinculadas al PIB funcionan de la siguiente manera: si el PIB creciera más del 3% anual, se abonará en efectivo una prima equivalente al 5% de ese excedente a partir del 2006. Las Unidades Vinculadas al PIB se emitieron junto a los bonos Par, Cuasipar y Discount. Los pagos de los cupones se realizan anualmente en el caso de que existan, ya que si la tasa de crecimiento del PIB no es positiva, los tenedores no reciben cupones. En un principio, las Unidades se negociaba conjuntamente con su bono subyacente. A partir de noviembre del 2005, las unidades comenzaron a negociarse de forma independiente.

d. Bonos del Estado Nacional Garantizados (Bogar)

Los Bogar se emitieron para canjear títulos de deuda de las provincias argentinas por títulos garantizados tanto por el Gobierno Nacional, como por parte de los ingresos del Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos⁴². La mayoría de los títulos provinciales, aproximadamente un 70%, estaban en manos de instituciones bancarias, futuros tenedores de los Bogar. Los objetivos principales de este canje fueron: aumentar los plazos de vencimiento, canjear los títulos en dólares por títulos en pesos y disminuir los tipos de interés.

Estos títulos pasan a formar parte de lo que se denominó “deuda indirecta” del Estado Nacional, ya que si las provincias no pueden cumplir con sus obligaciones, el Estado garantiza el cumplimiento de las obligaciones hasta el monto correspondiente al 15% de sus ingresos por la Coparticipación Federal de Impuestos⁴³. Los Bogar se emitieron a dieciséis años, en pesos ajustables por CER. El capital se amortiza en cuotas parciales, mensuales y consecutivas. Los intereses son fijos, y se pagan mensualmente conjuntamente con las cuotas de capital.

BONOS DEL ESTADO NACIONAL (BODEN)

Los Bonos del Estado Nacional (Boden) se emitieron a partir del año 2002 en principio para canjear depósitos reprogramados (Cedros)⁴⁴ y en compensación a los bancos por la pesificación asimétrica⁴⁵. En los años sucesivos, los Boden se emitieron para canjear deuda del Estado Nacional y para sustituir las emisiones de cuasimonedas de las provincias⁴⁶.

Los Boden fueron emitidos en el mercado interno con vencimientos entre cinco y diez años, en pesos y en dólares estadounidenses. La mayoría de las emisiones en pesos pagan cupones fijos, excepto los Boden \$ 2013 que pagan intereses vinculados a la tasa promedio de captación de depósitos⁴⁷. Los cupones se pagan con frecuencia semestral, salvo los Boden \$ 2011, cuyo capital e intereses se pagan con frecuencia mensual. Además todos los Boden emitidos en moneda local, ajustan el capital por CER.

Los Boden emitidos en dólares pagan cupones variables cuya tasa de interés esta vinculada a la tasa Libor, y lo hacen con frecuencia semestral. El único título que no contiene estas características es el Boden USD 2015, cuyo capital amortiza al vencimiento y paga cupones fijos a lo largo de la vida del título. Cabe destacar que este bono corresponde a una de las

⁴² Este régimen establece la forma en la cual los ingresos de los impuestos federales se distribuyen entre la Nación, las Provincias y la Ciudad de Buenos Aires.

⁴³ Gerencia de Control de la Deuda Pública, 2006.

⁴⁴ Los depósitos reprogramados son depósitos que el Estado incluyó en el Corralito Financiero, y que luego pesificó a un tipo de cambio de 1,40 pesos por dólar.

⁴⁵ La pesificación asimétrica se denominó al proceso en el cual, por medio de un decreto, el Presidente de la Nación canjeó los depósitos en dólares en las instituciones bancarias al cambio de 1,40 pesos por dólar, y los prestamos que habían realizado los bancos, el tipo de cambio que se aplicó fue de un peso por dólar.

⁴⁶ Las cuasimonedas son títulos emitidos por diferentes provincias, incluso por el Estado Nacional, entre el 2001 y el 2002 con el objetivo de cubrir déficit presupuestarios. Estos títulos funcionaban como dinero, se encontraba en manos de personas físicas, se utilizaban como medio de cambio, y formaban parte del M₁. Las cuasimonedas fueron rescatadas a partir del 2003. Actualmente no quedan prácticamente en circulación.

⁴⁷ La tasa promedio de captación de depósitos se refiere a la tasa que los bancos pagan por los plazos fijos, caja de ahorro y cuenta corriente.

últimas emisiones realizada por el Gobierno. Este bono se emitió en octubre del 2005, y muestra un cambio en relación a las anteriores debido a que es la primera emisión con tasa fija, a diez años y que no realiza pagos parciales de capital.

BONOS DE CONSOLIDACIÓN DE DEUDAS (BOCONES)

Estos bonos fueron emitidos a partir de 1992 de manera compulsiva para cancelar deudas previsionales y con proveedores del Estado. Son títulos emitidos a medio y largo plazo, ya que tienen vencimientos que van desde los cinco a los veinte años. Muchos de estos títulos originariamente fueron emitidos en dólares, pero a causa de la reestructuración de la deuda a partir del 2001 se canjearon por títulos en pesos, ajustando su capital por el índice CER. Actualmente los Bocones que cotizan en el mercado y pagan sus servicios normalmente son siete y se pueden dividir en: títulos emitidos para pagar deudas previsionales: PRE5, PRE8, y PRE9; y los que se emitieron para pagar deuda con proveedores PRO7, PR11, PR12 y PR13.

Los Bocones pagan las amortizaciones en cuotas mensuales, conjuntamente con el pago de los cupones. En su mayoría se emiten con cupón fijo y ajustan el capital por el índice CER, excepto los PRE5 y PRO7, cuya tasa cupón corresponde a la tasa de la caja de ahorro común, publicada por el Banco Central de la República Argentina, y el capital no se ajusta por el coeficiente CER.

DEUDA NUEVA

a. Bono de la Nación Argentina en Dólares Estadounidenses (Bonar)

Los Bonar V son títulos que se emiten para cubrir necesidades de financiación del Estado. La emisión de este título le permitió al Estado argentino retornar al financiamiento voluntario a través del mercado de capitales, ya que los títulos que describimos anteriormente, se emitieron con el objetivo de canjear deuda en *default*, o bien compensar a distintos agentes e instituciones por los efectos de la crisis, principalmente por la devaluación del peso argentino. Estos títulos se emitieron en marzo del 2006, con vencimientos de cinco años y están denominados en dólares. Pagan una tasa cupón fija con frecuencia semestral, y el capital se amortiza íntegramente al vencimiento del título.

Además, en septiembre del 2006 se emitieron nuevos Bonar, denominados Bonar VII, cuyas características son las mismas que para los Bonar V, pero el plazo de vencimiento es superior, ya que vencen a los siete años⁴⁸.

b. Letras del Tesoro

Las Letras del Tesoro (Letes) son títulos emitidos al descuento, a plazos que van desde los sesenta días al año. Su objetivo principal es cubrir déficit de caja de la Tesorería General de la

⁴⁸ Estos títulos no se encuentran en las estadísticas presentadas en este capítulo, ya que solo presentamos los datos hasta junio del 2006.

Nación. En el año 2001 las licitaciones de Letes, que se denominaban en dólares, a través de los bancos fueron suspendidas, ya que la tasa de interés que el mercado exigía era muy elevada (había llegado al 14% por emisiones a noventa días). A partir de aquí comenzaron a colocarse a través de Fondos Comunes de Inversión.

Con anterioridad al 2001 estos títulos se emitían en dólares, por medio de oferta pública o colocación directa. Sin embargo, las Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensión (AFJP) fueron las entidades que tienen una proporción muy elevada de Letes a partir de la crisis financiera ya que, en primer lugar, el 1º de diciembre del 2001 se les obligó a tener en Letes el equivalente al 90% de la liquidez que tenían disponible al 30 de noviembre. Cuatro días más tarde, las (AFJP) fueron obligadas a canjear sus depósitos a plazo fijo por Letes a 120 días, lo cual supuso un aumento del volumen en circulación de 1400 millones de pesos (FIEL, 2005). Las Letras comenzaron a emitirse nuevamente en el año 2005, diferenciándose de las anteriores emisiones en que se colocan directamente en organismos públicos, semipúblicos o inversores institucionales⁴⁹, además de ser emisiones en moneda local. El hecho de colocarlas en estos organismos permite al Estado obtener recursos financieros a muy bajo costo.

Las Letras del Tesoro (Letes) no son un título nuevo en el mercado, con anterioridad al default se emitían para cubrir deficiencias estacionales de caja⁵⁰. Estos títulos se emiten al descuento y a corto plazo, con vencimientos que van desde los tres meses y un año. Las licitaciones antes del 2001 se realizaban con frecuencia bimensual. Desde el 2001 hasta el 2005 no se emitieron nuevamente, en este caso a organismos descentralizados como la Administradora Nacional de Seguridad Social (ANSES), la Administradora de Fondos e Ingresos Públicos (AFIP), Fondo Fiduciario para la Reconstrucción de Empresas (FFRE) etc.

4.1.3.3. Títulos Provinciales y Municipales

La deuda que tenían las provincias también fue objeto de reestructuración. Como se señaló anteriormente, la mayoría de los títulos de deuda se canjearon por los Bogar, pero existen en circulación títulos provinciales dentro de lo que se denomina deuda *performing*⁵¹, cuyos pagos están siendo cumplidos.

En general son títulos en pesos, a largo plazo, con vencimientos que rondan los dieciséis años. Las provincias argentinas pueden emitir títulos con cupones fijos o variables. Aquellos títulos con intereses fijos, ajustan el capital por el coeficiente CER o por el Coeficiente de Variación Salarial (CVS)⁵², y el capital se devuelve en cuotas mensuales. Los títulos emitidos a tasa variable pagan una tasa cupón vinculada a la tasa de interés de las cajas de ahorro. Estos títulos se emiten en pesos sin ajuste del capital.

⁴⁹ Los Organismos en donde se colocaron estos títulos son: el Fondo Fiduciario para la Reconstrucción de Empresas (FFRE), Fondo Fiduciario de Infraestructura del Transporte (FFIT), Administración Nacional de Seguros de Salud (ANSES) y la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP).

⁵⁰ Ley N° 24156, de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público.

⁵¹ Deuda *Performing* se denomina a todos los títulos de deuda emitidos con anterioridad a diciembre del 2001, cuyo pago de intereses y capital no se interrumpió.

⁵² El CVS es un índice que mide día por día la evolución de los salarios del sector público y del sector privado formal y no formal.

4.1.3.4. Mercado Primario

Las licitaciones tanto de las Letras como de las Notas se realizan a través de SIOPEL en el Mercado Abierto Electrónico. En este sistema pueden presentar ofertas personas físicas y jurídicas por medio de entidades financieras autorizadas. El proceso de emisión es por medio de oferta pública, y se pueden presentar ofertas en el tramo competitivo y no competitivo. En el tramo no competitivo se especifica el monto, ya que el precio se establecerá en el proceso de licitación en el tramo competitivo.

Los títulos del Gobierno Nacional pueden ser emitidos de dos maneras: a través de licitación pública o a través de colocación directa. La mayoría de los títulos que se encuentran en circulación se emitieron por medio de colocación directa, principalmente para canjear títulos en *default*. El único título emitido por medio de oferta pública es el Bonar, lo cual significó la vuelta de Argentina al mercado voluntario de capitales. Al igual que los títulos emitidos por el Banco Central, en el proceso de licitación los títulos podrán canalizarse en dos tramos: el competitivo y el no competitivo. Podrán participar de las licitaciones los Agentes de Bolsa, las Sociedades de Bolsa y los Agentes de Mercado Abierto que cumplan con los requisitos establecidos por la Secretaria de Hacienda.

4.1.3.5. Mercado Secundario

Tanto las Lebacks como las Nobacs cotizan y se negocian en el Sistema de Operaciones Electrónicas (SIOPEL), que es un sistema de negociación del Mercado Abierto Electrónico (MAE), y en todas las Bolsas de Comercio y Mercado de Valores del país. El SIOPEL es una plataforma electrónica que utilizan tanto el MAE como la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA) y la Bolsa de Valores de San Pablo (BOVESPA) de Brasil. Los títulos emitidos por el Gobierno Nacional y los títulos provinciales pueden negociarse tanto en las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores de todo el país, así como en mercados *Over the Counter*, como es el caso del Mercado Abierto Electrónico.

En el cuadro 4.1 podemos observar todos los títulos que emiten el gobierno argentino, además de su descripción, el volumen en circulación para mediados del 2006.

4.1.4. Emisiones públicas externas

Cuando hablamos de deuda pública externa, se plantea el inconveniente de saber a que se denomina deuda externa. En el caso de que se traten de préstamos de organismos internacionales, esta diferencia se puede observar fácilmente, pero cuando hablamos de títulos de deuda, la definición de lo que se considera deuda externa e interna comienza a desdibujarse.

Cuadro 4.1. Principales características de las emisiones públicas en Argentina

| Organismo Emisor | Nombre | | Proceso de emisión | Moneda de emisión | Tasa Cupón | Pago de Cupón | Vencimiento | Amortización | Actualización del capital | Stock | Mercado Secundario | |
|-------------------|-------------------------|-------------------|--------------------|-----------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------------------|-----------|--|--------|
| BCRA | Lebacs | | Oferta Pública | Pesos | Al descuento | | 1 a 24 meses | Al Vto. | CER | 0,78% | SIOPEL, Bolsas y Mercado de Valores y Mae | |
| | | | | Dólares | Al descuento | | 1 a 15 meses | | | 3,18% | | |
| | Nobacs | | Oferta Pública | Pesos | Fija | Semestral. | 2 a 4 años | Al Vto. | CER | 0,78% | | |
| | | | | | Variable | Semestral | 2 a 4 años | | | 6,48% | | |
| Gobierno Nacional | Canje de deuda externa | Par | Colocación directa | Pesos | Variable | Semestral | 35 años | Semestral | CER | 2,46% | Bolsas, Mercado de Valores y Mae | |
| | | | | Dólares, Euros, Yenes | Variable | Semestral | 35 años | Semestral | | 14,88% | | |
| | | Discount | Colocación directa | Pesos | Fija | Semestral | 30 años | Semestral | CER | 7,59% | | |
| | | | | Dólares, Euros, Yenes | Fija | | 30 años | | | 8,20% | | |
| | | Cuasi-par | Colocación directa | Pesos | Fija | Semestral | 42 años | Semestral | CER | 11,98% | | |
| | | Bogar | Colocación directa | Pesos | Fija | Mensual | 16 años | Mensual | CER | 12,80% | | |
| | | Boden | | Colocación directa | Pesos | Fija | Semestral | 5 a 10 años | Semestral | CER | | 6,39% |
| | | | | | Dólares | Variable | | | | | | 18,40% |
| | Bocon | | Colocación directa | Pesos* | Fija | Mensual | 5 a 20 años | Mensual | CER | 3,49% | | |
| | | | | Pesos** | Variable | | 10 y 16 años | | | - | | |
| | Deuda Nueva | Bonar | Oferta Pública | Dólares | Fija | Semestral | 5 a 10 años | Al Vto. | | 1,12% | | |
| | | Letras del Tesoro | Colocación directa | Pesos | Al descuento | | 2 a 12 meses | | | 1,46% | | |
| | Provincias y Municipios | | | | Pesos | Fija | Mensual | 16 años | Mensual | CER y CVS | | |
| Variable | | | | | | | | | | | | |

*Corresponden a las emisiones de PRE8, PRE9, PR11, PR12 y PR13

** Corresponden a las emisiones de PRE5 Y PRO7

4.1.5. Emisiones privadas

En Argentina se emiten tres tipos de títulos de renta fija privados: los Cheques de Pago Diferido (CPD), los Fideicomisos Financieros (FF) y las Obligaciones Negociables (ONs). Los Cheques de Pago Diferido los emiten en su mayoría las PYMEs. Los Fideicomisos Financieros y las Obligaciones Negociables los emiten empresas de todo tipo de tamaño. Las PYMEs que emiten ONs en el mercado de capitales no tienen los mismos requisitos de información que las grandes empresas. Por ello, se separa la descripción entre Obligaciones Negociables de grandes empresas por un lado, y de pequeñas y medianas empresas por el otro.

CHEQUES DE PAGO DIFERIDO (CPD)

Los Cheques de Pago Diferido son títulos que se emiten al descuento con vencimientos entre uno y doce meses. Están denominados en pesos y pueden ser negociados a través de dos mecanismos: dentro del sistema patrocinado o dentro del sistema avalado⁵³. Los CPD comenzaron a emitirse en el año 2003, y a partir de ese año han tenido un crecimiento muy importante. Una de las razones de ese crecimiento es que brindan la posibilidad a las PYMEs de obtener financiación a una tasa muy cercana a la que obtienen las grandes empresas (IAMC, 2006). A partir del 2005, la principal herramienta de financiación de las PYMEs a través del mercado de capitales fueron las emisiones de CPD, cuya tendencia se prolongó a lo largo del 2006 (Informe anual, CNV 2006). Esta evolución se puede apreciar en el Gráfico 4.2. el cual nos muestra los volúmenes negociados de Cheques de Pago Diferido en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

FIDEICOMISOS FINANCIEROS (FF)

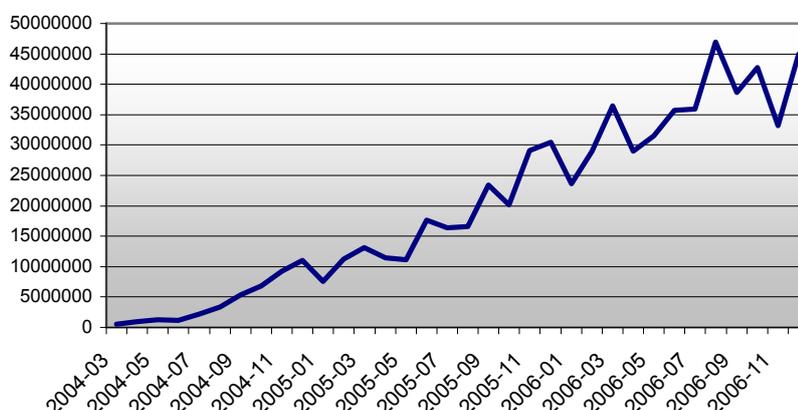
El Fideicomiso Financiero (FF) surge de un proceso de titulización de activos. Las partes que intervienen en el proceso de titulización son: una persona física o jurídica llamada fiduciante que transmite la propiedad fiduciaria de sus activos o una parte de ellos denominados bienes fideicomitidos, a otra llamada el fiduciario, quien administra estos bienes en beneficio de terceros llamados beneficiarios (Perotti, 2002). Este proceso se introdujo en el mercado de capitales argentino a partir de 1996, con la titulización de derechos sobre préstamos personales. El Fideicomiso Financiero ha sido uno de los instrumentos que experimentó un crecimiento muy importante en los últimos años, llegando a considerarse la principal herramienta de financiamiento genuino de las grandes empresas (IMAC, 2006).

La estructura del fideicomiso financiero es de la forma *pass-through securities*, es decir que los inversores reciben todos los beneficios y asumen todos los riesgos de los activos titulizados. Cuando se emite un FF se pueden entregar dos tipos de títulos fiduciarios: los valores

⁵³ El sistema patrocinado supone que con previa autorización de la BCBA, la PYME puede emitir cheques de pago diferido negociables en el mercado de capitales. El sistema avalado supone que las PYMEs pueden negociar cheques de sus clientes o propios, a través de una sociedad de garantía recíproca (SGR). La SGR autorizada por la BCBA puede cotizar los cheques que tengan como beneficiarios a sus socios PYMEs y garantizar el pago mediante un aval.

representativos de deuda, que pueden ser emitidos por el fiduciante o el fiduciario, y/o los certificados de participación, que son emitidos únicamente por el fiduciario.

Gráfico 4.2. Volumen negociado de Cheques de Pago Diferido



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Los certificados de participación tienen la característica de una acción, y los valores representativos de deuda es un título de deuda cuyo patrimonio fideicomitado es la única fuente de pago de los servicios de amortización e intereses⁵⁴. Los Fideicomisos Financieros se pueden realizar tanto de activos públicos como privados. La mayoría de los fideicomisos sobre activos públicos se realizan tomando como subyacente los Prestamos Garantizados (PG). Los activos privados que se toman como subyacente del fideicomiso en su mayoría corresponden a créditos personales y al consumo. Durante el año 2006 el monto colocado de este tipo de fideicomisos alcanzó el 43% del monto total colocado en el mercado, como se puede observar en el Cuadro 4.2. (CNV, 2006).

Cuadro 4.2. Montos colocados en el mercado de capitales en el 2006

| Activos Fideicomitados | Cantidad | Monto colocado (\$MM) | % |
|---|------------|-----------------------|-------------|
| Créditos personales y consumo | 109 | 3.216 | 43% |
| Préstamos Garantizados | 7 | 1160 | 15% |
| Tarjetas de Crédito | 46 | 1451 | 19% |
| Cargo Tarifario Consumidores | 1 | 588 | 8% |
| Leasing | 11 | 402 | 5% |
| Hipotecarios | 3 | 251 | 3% |
| Derechos credit. s/prod. Agrop. | 16 | 249 | 3% |
| -Letras Cambio | | | |
| Prendarios | 2 | 95 | 1% |
| Otros (*) | 5 | 121 | 2% |
| Monto Colocado FF. Ene-Dic. 2006 | 200 | 7532 | 100% |

(*) Créditos comerciales para el agro, Derechos s/producción campañas agrícolas, Créditos con garantía hipotecaria s/inmuebles rurales.

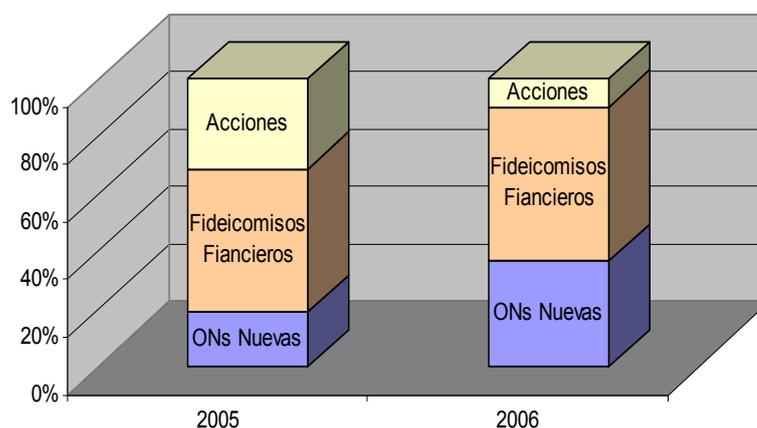
Fuente: Elaboración propia en base a CNV, 2006

⁵⁴ Ley N° 24.441 del Senado y Cámara de Diputados de la Nación Argentina.

Los FF se pueden emitir por medio de oferta pública o colocación directa. En el primer caso, la colocación se realiza por medio de subastas al estilo holandés. Los Fideicomisos se emiten con plazos hasta veinte años, aunque la mayor proporción se encuentra emitidas en el corto y medio plazo, es decir, vencimientos menores a cinco años. La mayoría de las emisiones se realizan en pesos argentinos, amortizan el capital al vencimiento y pagan los cupones con frecuencia mensual.

Una clase especial de FF son los fideicomisos hipotecarios, emitidos principalmente por el Banco Hipotecario S.A. Estos títulos se emiten con vencimientos que van desde los seis a los veinte años, en general a tasas fijas, denominados principalmente en moneda doméstica. En el 2006 los Fideicomisos Financieros y las Obligaciones Negociables son los títulos con mayor volumen en circulación, superando ambos el volumen en circulación de acciones en el mercado de capitales, lo cual se puede observar en el Gráfico 4.3. (IAMC, 2006).

Gráfico 4.3. Volumen en circulación de títulos privados



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNV

OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Las Obligaciones Negociables (ON) son títulos que emiten las empresas privadas. La Ley N° 23.576 sobre Obligaciones Negociables (LON) prevé que pueden emitir obligaciones negociables las sociedades por acciones, las cooperativas, las asociaciones civiles constituidas en el país y las sucursales de sociedades por acciones constituidas en el extranjero.

En Argentina se pueden emitir dos tipos de ON: simples o convertibles. Las ONs simples son aquellas que representan únicamente un empréstito del emisor con respecto al tenedor. Las obligaciones negociables convertibles son aquellas que además de representar un empréstito, otorgan a su titular la opción de suscribir acciones de la emisora a un precio determinado.

Las ONs pueden emitirse con garantía común o especial. La garantía común supone que si la empresa cae en *default*, el emisor responde con todo su patrimonio para pagar la deuda y el acreedor no tiene prioridad sobre otros acreedores comunes de la empresa. La garantía

especial se refiere a que la ONs esta garantizada por activo hipotecario propiedad del emisor. Otro tipo de garantía es la flotante, en cuyo caso la empresa toma el compromiso de mantener una situación patrimonial del nivel existente en el momento de la emisión, aunque cambie la composición del mismo.

Antes del 2001 la mayoría de las obligaciones negociables se emitían en dólares en los mercados internacionales, ya que las tasas de interés eran menores que las del mercado doméstico. En este contexto, aproximadamente el 90% se emitían en dólares, de los cuales casi el 60% pagaba cupones fijos y las emisiones restantes pagaba cupones vinculados a la tasa Libor. Con la caída de la convertibilidad, las empresas emisoras experimentaron un descalce de monedas que se produjo por tener sus ingresos en pesos y sus deudas en dólares. Esto sumado a la caída del sistema bancario con la subsiguiente disminución y encarecimiento de la financiación bancaria, los efectos negativos del *default* y la recesión económica que venia produciéndose desde 1998, las empresas emisoras se encontraron imposibilitadas para frente al pago de sus deudas. A partir de aquí, muchas empresas renegociaron sus deudas, canjeando ONs en dólares por ONs en pesos, con lo cual lograron una importante disminución del valor nominal de las mismas. Sin embargo, la mayoría de las ONs nuevas continúan emitiéndose en dólares estadounidenses, como se puede observar en el Cuadro 4.3.

Cuadro 4.3. Emisiones de ONs durante el año 2006

| Moneda de Emisión | 2005 | | | 2006 | | |
|-------------------|----------|-----------------------------|------------|----------|-----------------------------|------------|
| | Cantidad | Monto colocado (en MM U\$S) | Porcentaje | Cantidad | Monto Colocado (en MM U\$S) | Porcentaje |
| Dólares | 32 | 3067 | 93% | 32 | 2864 | 91% |
| Pesos | 8 | 171 | 5% | 9 | 264 | 8% |
| Euros | 1 | 51 | 2% | 2 | 34 | 1% |
| Total | 41 | 3289 | 100% | 43 | 3162 | 100% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNV

A partir del 2002 las emisiones de ONs se diferencian entre aquellas que se emiten para canjear ONs que cayeron en default y las obligaciones negociables emitidas para el financiamiento genuino de las empresas, que son emisiones nuevas. Este último caso es el que consideramos en este análisis. Las ONs se emiten a medio y largo plazo, con vencimientos entre dos y quince años. El pago de capital se realizaba al vencimiento, aunque existen ONs cuyo capital se devuelve en cuotas anuales o semestrales. Las emisiones que se realizaron a partir del 2002 y se emitieron en pesos, ajustan su capital por el índice CER. En general el pago de los cupones se realiza de manera semestral, pero también existen emisiones con pagos anuales y trimestrales.

OBLIGACIONES NEGOCIABLES PARA PYMES

A partir de 1993 el Poder Ejecutivo Nacional aprobó un decreto que permitió a las pequeñas y medianas empresas emitir ONs, previo registro en la Comisión Nacional de Valores y la autorización en la Bolsa de Comercio donde se quiera realizar la negociación. Uno de los objetivos era incentivar la entrada al mercado de capitales de las PYMES ya que, debido a su estructura, tienen problemas tanto de información como de costos de acceso. Por lo tanto se creó un programa que intentó aumentar la flexibilidad de los requisitos de acceso. La CNV además de autorizar a los emisores con la mínima información, las PYMES no tienen la obligación de calificar los títulos. Sin embargo, la CNV impuso niveles máximos y mínimos de cantidades emitidas y solo pueden invertir en este tipo de títulos los que se denominan inversores calificados⁵⁵.

MERCADO SECUNDARIO

Los activos financieros en el mercado de capitales se negocian, al igual que todos los instrumentos de renta fija, tanto en la Bolsa de Comercio y Mercados de Valores del País y en el Mercado Abierto Electrónico. Los sistemas de negociación pueden ser en piso, que es la negociación a viva voz, tanto en las bolsas como en los mercados de valores, por vía telefónica, que se denomina rueda continua, o por medio de plataformas electrónicas, como son el SIOPEL administrado por el MAE, o el SINAC, administrado por el Mercado de Valores de Buenos Aires. En el cuadro que presentamos a continuación podemos ver un resumen de las características de los títulos privados emitidos en el mercado argentino.

Cuadro 4.4. Principales características de las emisiones privadas

| Organismo Emisor | Nombre | | Moneda de emisión | Tasa Cupón | Vto. | Amortización | Capital ajustado por CER * | Mercado Secundario |
|----------------------|--------------------------|----------------|-------------------|-----------------|------------------|----------------------------|----------------------------|--|
| Empresas privadas | Cheques de pago Diferido | | Pesos | Al descuento | 1 a 12 meses | | No | Bolsas de Comercio, Mercado de Valores y MAE |
| Empresas privadas | Fideicomisos | No Hipotecario | Pesos o Dólares | Fija o Variable | 6 meses a 6 años | Al Vto. | No | |
| Banco Hipotecario SA | | Hipotecario | Pesos | Fija | 6-20 años | Al Vto. | No | |
| Empresas privadas | Obligaciones Negociables | | Pesos o Dólares | Fija o Variable | 2-15 años | Al Vto. o Cuotas parciales | Si | |

⁵⁵ Se entiende por Inversores Calificados al Estado Nacional, las Provincias y las Municipalidades, sus entidades autárquicas, entidades financieras oficiales, sociedades del Estado, empresas del Estado y personas jurídicas de derecho público, las S.R.L. y las S.A., las Sociedades cooperativas, entidades mutuales, obras sociales, asociaciones civiles, fundaciones y asociaciones profesionales de trabajadores con personería gremial, los gentes de bolsa y agentes adheridos a entidades autorreguladas no bursátiles., los Fondos comunes de inversión, las personas físicas con domicilio real en el país y que posean un patrimonio neto superior a \$100.000. En el caso de las sociedades de personas, dicho patrimonio neto mínimo se eleva a \$250.000, personas jurídicas constituidas en el exterior y personas físicas con domicilio real fuera del país. Administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones, para sus respectivos fondos y para su propia cartera.

4.1.6. Conclusión

El mercado de renta fija argentino es el tercer mercado de Latinoamérica en términos de volumen en circulación de títulos públicos. Como se señaló al principio de este apartado, predominan las emisiones públicas, las cuales representan un 84% en el total de emisiones. Los títulos privados no representan un volumen importante en circulación, solo el 16% que se distribuyen entre las emisiones de entidades financieras (5%) y emisiones de empresas no financieras (11%). Además de la pequeña participación en el mercado, no existe gran variedad de títulos, el inversor solo puede elegir entre tres tipos de títulos privados de renta fija. En cuanto a los títulos públicos, más de la mitad de ellos se emiten con tasas fijas, sin embargo, la mayoría de estas emisiones están ajustadas por el coeficiente CER, un indicador de la tasa de inflación de la economía.

Los títulos en moneda local predominan sobre los títulos en moneda externa, situación a la que se llegó luego de la reestructuración de la deuda pública, cuyo objetivo principal fue canjear títulos en moneda externa por títulos en moneda nacional. Hasta septiembre del 2001, el 72% de los títulos emitidos por el Estado estaban nominados en dólares estadounidenses, el 23% en monedas europeas y el 3% en yenes, solo el 2% estaban nominados en pesos argentinos. Para junio del 2007, aproximadamente el 50% del total de títulos se emiten en pesos argentino, de los cuales el 90% ajustan el capital por el coeficiente CER. El 40% de los títulos en el mercado fueron emitidos en dólares estadounidenses, el 9% en euros y el 1% en yenes.

Los plazos de emisión de los títulos presentados para el canje se encuentran entre treinta y cuarenta y dos años. Si bien representan aproximadamente el 45% de los títulos en circulación en el mercado, estas emisiones se realizaron por medio de colocación directa, sin ser colocaciones voluntarias.

Los Bodén, Bocones, Bogar y las Letras del Tesoro que también se emitieron por medio de colocación directa a personas y entidades afectadas por la crisis económica del 2001, o como en el caso de las Letras, colocadas directamente en determinadas instituciones. Los plazos de emisión de todos estos títulos rondan entre los dos meses y los dieciséis años. Con respecto a estos títulos, los Bodenes son los títulos que mayor participación tienen en el mercado, aproximadamente un 25% en el total de los títulos emitidos por el sector público. Estos títulos tienen un plazo de vencimiento que va desde los cinco a los diez años.

Por otro lado, los títulos emitidos por medio de oferta pública, los Bonar, son títulos que los inversores obtienen de forma voluntaria, se emitieron con vencimientos entre cinco y siete años. Es necesario tener este hecho en cuenta, ya que son títulos que el mercado aceptó voluntariamente, y las licitaciones mostraron una tendencia positiva por parte de bancos e instituciones financieras (BCBA, 2006).

En cuanto a los títulos de renta fija privados, podemos observar que es un mercado poco desarrollado. En primer lugar, las variedades de títulos que se presentan en el mercado para los inversores son muy pocas, solo encontramos tres tipos de títulos. Por otro lado, en cuanto al volumen de emisión, también es muy pequeño, sobre todo de las emisiones de entidades financieras, el cual solo representa un 5% del total.

Las emisiones de títulos privados se siguen realizando en moneda externa, principalmente en dólares estadounidenses. Los Cheques de Plazo Diferido se emiten en el corto plazo, las Obligaciones Negociables, si bien el plazo máximo es de quince años, el 60% de las emisiones se realizan a plazos entre cinco y diez años (MAE, 2006). Los Fideicomisos Financieros pueden llegar a emitirse a largo plazo. Sin embargo en este tramo solo encontramos los fideicomisos hipotecarios, cuyo volumen en circulación es pequeño en relación a los fideicomisos que no suelen pasar los diez años de vencimiento, y son los que se realizan sobre créditos personales, al consumo y sobre tarjetas de crédito. Todo lo anterior nos lleva a concluir que los títulos de renta fija privados se emiten con vencimientos a corto y medio plazo. De todas formas, podemos observar que el mercado de títulos privados de renta fija es un mercado en crecimiento. El volumen de Cheques de Pago Diferido experimenta una tendencia creciente desde que se comenzaron a emitir. Por otro lado, en cuanto a los Fideicomisos Financieros y las Obligaciones Negociables, se puede observar el aumento en la participación en el mercado con respecto a los títulos de renta variable.

4.2. El mercado de renta fija de Brasil

4.2.1. Introducción

El mercado de renta fija de Brasil es uno de los más importantes de Latinoamérica. Según las estadísticas del BIS del año 2006, Brasil es el mercado de la región con el mayor volumen de títulos de renta fija en circulación (BIS, 2006). Además del volumen en circulación, Brasil cuenta con una amplia gama de instrumentos de renta fija emitidos por el sector público, característica que no se presenta en el sector privado.

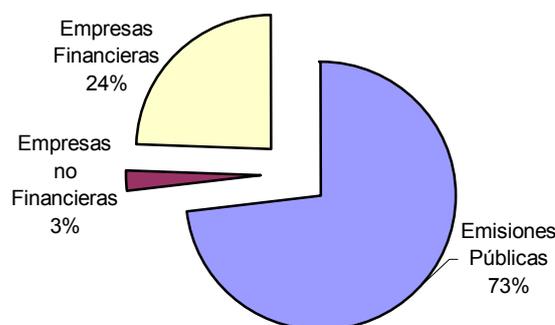
Entre 1998 y 1999, Brasil experimentó una crisis financiera, que lo llevó a la caída del régimen cambiario. Los factores que se pueden considerar como los causantes de la crisis se encuentran tanto dentro como fuera del país. En primer lugar, la crisis asiática desatada en 1997 tuvo grandes influencias sobre la economía brasileña, sobre todo la disminución de los flujos de capitales hacia este país, como hacia otros países emergentes. Por otro lado, el elevado déficit fiscal y la sobrevaluación cambiaria contribuyeron a la crisis, que se desencadenó con la devaluación del real en enero de 1999. Una de las mayores consecuencias de la crisis de 1999 fue el cambio que se produjo en la estructura de la deuda pública, debido a la incapacidad del gobierno de emitir deuda con intereses fijos a medio y largo plazo.

A principios del 1997, el 61% de la deuda pública en circulación correspondía a títulos con intereses fijos, el 19% con tasas variables y solo el 9% indexados, es decir, con el nominal del título ajustado por algún índice de mercado. A fines de 1998 los títulos con tipos fijos representaban el 3,5% del total de deuda, llegando al 1,2% en marzo de 1999, con un aumento casi proporcional de los títulos a tasa variable. Por otro lado, el plazo medio de emisión paso de ser 6,5 meses en 1997 a 3,3 en 1999 (CEPAL, 1998-1999). Sin embargo, a fines de este año el Gobierno de Brasil logró aumentar la participación de títulos emitidos con intereses fijos, llegando a representar un 11,3% del total en circulación, y aumentar los plazos medios de

vencimientos a 9 meses, lo que muestra la rápida recuperación que este país tuvo después de la crisis.

En el periodo 2001-2002, los efectos de la crisis argentina tuvieron sus consecuencias sobre la economía brasileña. Por un lado, el aumento del riesgo país llevó a la disminución de la entrada de capitales al país, lo cual presionó al alza del tipo de cambio que influyó directamente sobre el mercado de títulos de renta fija, principalmente los que estaban indexados por el tipo de cambio. Para el 2006 la participación de los títulos con cupones fijos y el aumento de los plazos de emisión de deuda, prácticamente llegaron a los niveles anteriores a la crisis. La estructura actual del mercado de renta fija por tipo de emisor se puede observar en el Gráfico 4.4. Vemos que las emisiones públicas son las que predominan en el mercado, representando el 73% del volumen emitido, siendo las emisiones de entidades no financieras las de menor volumen en el mercado.

Gráfico 4.4. Volumen de títulos en circulación por tipo de emisor.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2006

4.2.2. Organismos reguladores y participantes del mercado de renta fija

Los organismos reguladores del sistema financiero de Brasil son: el Conselho Monetário Nacional (CMN), el Banco Central do Brasil, la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM), la Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) y la Secretaria de Previdência Complementar (SPC). Las tres primeras entidades son las que describiremos a continuación, ya que se encuentran directamente vinculadas al mercado de renta fija brasileño. Además se describen otras instituciones del sistema financiero, y más específicamente del mercado de renta fija brasileño como los mercados secundarios, las instituciones de custodia y liquidación de los títulos de renta fija y otras entidades financieras que participan directamente en este mercado. El nombre de cada uno de estos organismos se traduce al castellano, para facilitar la lectura.

CONSEJO MONETARIO NACIONAL (CMN)

El Consejo Monetario Nacional (CMN) es el organismo más importante del Sistema Financiero Nacional (SFN). Los integrantes del CMN son: el Ministro de Finanzas, el Ministro de

Planeamiento, Presupuesto y Gestión, y el Presidente del Banco Central de Brasil. Entre otras funciones, el CMN se encarga de trazar las líneas generales de la política monetaria del país, coordina las políticas crediticia, presupuestaria, además de controlar la constitución, operación y supervisión de las instituciones financieras. En relación a este último punto, el CMN vela por la liquidez y la solvencia de las instituciones financieras.

BANCO CENTRAL DE BRASIL (BCB)

El Banco Central de Brasil es el principal ejecutor de los objetivos del Consejo Monetario Nacional (CMN). Además de cumplir con sus funciones de banco central, y en relación con mercados financieros de este país, el BCB ejecuta operaciones de compra y venta de títulos públicos federales, y cumple un papel fundamental en la supervisión y control de las operaciones efectuadas por las instituciones financieras brasileñas.

COMISIÓN DE VALORES MOBILIARIOS (CVM)

La Comisión de Valores Mobiliarios es una entidad autónoma vinculada al Ministerio de Finanzas (Ministerio de Hacienda). La CVM es la responsable de regular, controlar y fiscalizar el mercado de valores del país. Entre sus funciones, la CVM se encarga de asegurar el funcionamiento eficiente y de regular los mercados de bolsa y de ahorro, proteger los tenedores de títulos valores, evitar las operaciones de fraude y de manipulación del mercado, y asegurar el libre acceso del público a la información sobre los valores negociados y sobre las compañías emisoras.

MERCADO SECUNDARIO DE TÍTULOS DE RENTA FIJA

Los títulos de renta fija privados cotizan y se negocian dentro del ámbito de las Bolsas de Valores de Brasil. Estas bolsas son entidades privadas sin fines de lucro que tienen como objetivo proporcionar un lugar de encuentro para los miembros cuyo objetivo sea realizar transacciones de compra y venta de títulos y valores pertenecientes a personas jurídicas públicas y privadas, en el mercado libre, especialmente organizado y fiscalizado por los miembros de la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM).

La bolsa de valores más importante de Brasil es la de Sao Paulo (BOVESPA), una entidad autorregulada sin fines de lucro, que actúa bajo supervisión de la CVM. Entre sus funciones se encuentra la de administrar los sistemas de negociación, además se encarga de la admisión y control de los emisores de activos financieros, y de la supervisión de las operaciones del mercado de renta variable, fija y de derivados. La BOVESPA administra el BOVESPA FIX un sistema electrónico de negociación, dirigido por órdenes y el SOMA FIX, un mercado organizado de "negociaciones en piso" de renta fija.

En la BOVESPA, son regularmente negociadas acciones de compañías abiertas, opciones sobre acciones, derechos y recibos de suscripción, bonos de suscripción y cuotas de fondos, *debentures* y pagares. En los segmentos de renta fija de la BOVESPA, se negocian los

debentures, las Notas Promisorias, los Certificados de Recibos Inmobiliarios (CRI), Cuotas de Fondos de Inversión en Derechos Crediticios (FIDC) y de Fondos de Inversión en Cuotas (FIC), entre otros. Además de realizar operaciones en el mercado secundario, la BOVESPA facilita el proceso de colocación primaria de títulos de sus participantes. Esto se puede hacer por medio de subastas o por el *eBookbuilding*. Este sistema electrónico de la BOVESPA se utiliza para realizar ofertas públicas de títulos mobiliarios. Por este medio, los compradores estipulan las cantidades de los activos que desean adquirir y el precio que están dispuestos a pagar.

INSTITUCIONES DE CUSTODIA Y LIQUIDACION DE TITULOS DE RENTA FIJA

a. Cámara de Custodia y Liquidación (CETIP)

La CETIP es una compañía sin fines de lucro, creada en 1984 por el Banco Central de Brasil (BCB) y algunas instituciones financieras. Actualmente, la CETIP presta servicios integrados de custodia, negociación electrónica, registro de negociaciones y liquidación financiera, tanto para títulos públicos como para títulos privados. Es la mayor empresa de custodia y liquidación financiera de América Latina. Los mercados que funcionan en la CETIP son regulados por el Banco Central de Brasil y la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM).

b. Sistema Especial de Liquidación y Custodia (SELIC)

El SELIC es un sistema informatizado, perteneciente al Banco Central de Brasil que se destina a la custodia de títulos escriturados emitidos por Tesoro Nacional y del Banco Central de Brasil, a diferencia del CETIP, en el cual se pueden registrar además, títulos privados. Por otro lado, el Selic es una de las dos plataformas de negociación electrónica de títulos públicos, junto con el Sisbex.

OTROS PARTICIPANTES DEL MERCADO DE RENTA FIJA

a. Inversores institucionales

Los inversores institucionales (Investidores Institucionais) en Brasil son las Entidades Abiertas de Previsión Complementaria (EAPCs), las Entidades Cerradas de Previsión Complementaria (EFPCs), y los Fondos de Inversión Financieros (FIFs).

b. Sociedades Corredoras de Títulos y Valores Mobiliarios

Las Sociedades Corredoras de Títulos e Valores Mobiliarios son entidades financieras que compran, venden y distribuyen títulos y valores mobiliarios a favor de terceros, realizando las actividades de intermediación en las bolsas de valores.

c. Sociedades distribuidora de títulos y valores

Estas sociedades operan en una forma más restrictiva que las corretoras, ya que no tienen acceso a las Bolsas de Valores. Sus actividades básicas son: suscribir aisladamente o con otras sociedades autorizadas títulos y valores mobiliarios para revenderlas; y realizar actividades de intermediación de oferta pública y distribución de títulos y valores mobiliarios en el mercado.

4.2.3. Emisiones públicas internas

En Brasil, los organismos que emiten deuda pública son el Tesoro Nacional y las empresas estatales. A partir del 2002 el Banco Central dejó de emitir títulos de renta fija y, para cumplir con los objetivos de política monetaria y fiscal, el Gobierno lo autorizó a operar con títulos públicos emitidos por el Tesoro, y con instrumentos del mercado de derivados. Sin embargo, a modo de descripción, y siendo que las estadísticas presentadas corresponden a Junio del 2006, período en el cual se encontraban en circulación títulos del Banco Central, se describen los títulos que emitía esta institución. Por otro lado, este mismo año disminuyeron en gran medida el stock de deuda de los estados y municipios, así como de empresas estatales⁵⁶. En este apartado se describe los títulos de deuda pública interna, definida como los títulos de deuda emitida en el mercado interno. En el caso de Brasil, las emisiones en moneda externa solo se realizan en mercados internacionales, no existen emisiones en moneda externa en el mercado brasileño.

4.2.3.1. Emisiones del Banco Central de Brasil

Como anteriormente se señaló, en el año 2002 el Banco Central de Brasil dejó de emitir títulos de renta fija en el mercado, de acuerdo con la Ley de Responsabilidad Fiscal, Resolución N° 2939/02. Esta ley prohíbe emitir al Banco Central sus propios títulos en el mercado, y para cumplir con sus objetivos de política monetaria y poder realizar operaciones de mercado abierto, se le permite actuar en el mercado de derivados y operar con títulos emitidos por el Tesoro. Para el 2006 solo quedaban en circulación las NTN-E, pero se liquidaron todas este mismo año. En el Cuadro 4.5. que se encuentra al final de este apartado, se presentan las características principales de los títulos que emitía este organismo.

BONOS DEL BANCO CENTRAL DE BRASIL (BBC)

El Banco do Brasil comenzó a emitir los BBC en 1990 con el objetivo de reducir el costo de la deuda pública. Este costo había aumentado a causa de la dificultad de colocar las Letras del

⁵⁶ En 1993 el Gobierno brasileño impulsó una ley en la cual los estados solo podían emitir títulos de deuda para renegociar deuda vencida u otros objetivos específicos, debido al elevado endeudamiento de los mismos. A partir de aquí disminuyeron en gran medida la deuda, hasta representar para el año 2006 una pequeña proporción de los títulos públicos. Banco do Brasil, 2006.

Tesoro Nacional (LTN) en el mercado por la elevada inflación que existía en la economía⁵⁷. Los BBC tenían las mismas características que las LTN pero con rentabilidades menores. Estos bonos se emiten al descuento, con plazos entre veintiocho días y dos años. La forma de colocación era por medio de oferta pública, pero en la actualidad no se encuentran en circulación, observando la última colocación en 1999.

LETRAS DEL BANCO CENTRAL DE BRASIL (LBC)

El Banco Central emitía las LBC como instrumento de política monetaria. Estas letras se emitían al descuento, y con vencimientos hasta los treinta meses. El capital esta sujeto a las variaciones de la tasa Selic que corresponde a los títulos federales con similares características⁵⁸. Actualmente el Banco de Brasil no emite estos títulos y no existen LBC en circulación, ya que fueron canjeados por las Letras Financeiras del Tesouro (LFT).

NOTAS DEL BANCO CENTRAL DE BRASIL (NBC)

El Banco Central emitía por medio de oferta pública tres tipos de notas, las notas serie A (NBCA), las notas a tasa flotante (NBCF) y las que se emitían por razones específicas, denominadas "Notas del Banco Central, Series Especiales" (NBCE). El vencimiento promedio de estas notas es de 14,3 años.

Las NBCA se dividen en dos grupos, dependiendo del plazo de emisión y de la tasa a la cual se actualiza el nominal. Un grupo se emitía con plazos mínimos de un mes y el nominal se actualizaba a partir de los cambios en la cotización del dólar en el Mercado de Cambio de Tasas Libres (MCTL)⁵⁹. El segundo grupo se emitía con plazos mínimos de dos meses, y el valor nominal se actualiza por la tasa Selic.

La tasa cupón para ambos grupos de notas se fijaba en un 6% anual aplicado sobre el valor nominal actualizado. El pago de intereses depende del plazo máximo de emisión. Si las notas se emitían con plazos hasta los seis meses, los intereses se pagaban al vencimiento del título junto con el principal. Si el plazo de vencimiento superaba los seis meses, los pagos se realizan semestralmente, y el principal se paga íntegramente al vencimiento. Las notas a tasa flotante (NBCF) se emitían con plazos mínimos de tres meses. El tipo de cupón era del 6% aplicable al valor nominal actualizado por los cambios en la cotización del dólar en el Mercado de Cambio de Tasas Flotantes (MCTF)⁶⁰. El cupón se pagaba semestralmente y la amortización del título se realizaba íntegramente al vencimiento.

⁵⁷ Las características de las LTN se explicaran en el apartado referente a las emisiones del Tesoro Nacional.

⁵⁸ La tasa Selic es la tasa de interés publicada por el Sistema Especial de Liquidação e de Custódia. Representa la tasa media ponderada y ajustada de las operaciones de financiamiento para un día, observadas en los títulos públicos federales en operaciones registradas por el Selic.

⁵⁹ El MCTL es el mercado de cambio en el que solo pueden participar entidades financieras autorizadas. Este mercado también se denomina "comercial", ya que se realizan operaciones de comercio exterior, operaciones gubernamentales, etc.

⁶⁰ El MCTF, también denominado "de turismo", es el mercado de cambio en donde se realizan operaciones de cambio relacionadas con el turismo, además de transferencias como herencias, donaciones, etc.

Las series especiales de notas (NBCE) se diferencian de las notas anteriores en los plazos de emisión, mientras que el tipo cupón es del 6% anual al igual que las NBCF. Por otro lado, las NBCE son las únicas que se encontraban en circulación para junio del 2006, pero se liquidan todas en este mismo año. El cuadro 4.5 presenta las características de emisión de los títulos privados brasileros, como un resumen de la descripción que realizamos anteriormente.

Cuadro 4.5. Principales características de los títulos emitidos por el Banco Central de Brasil (Junio 2006)

| Nombre | | Proceso de emisión | Tasa cupón | Pago de cupón | Vto. | Amortización | Capital ajustado | Stock | Mercado Secundario |
|--------|------|--------------------|--------------|------------------------|------------------|--------------|-------------------|-------|--------------------|
| BBC | | Oferta Pública | Al descuento | | 28 días a 2 años | Al Vto. | No | - | Sisbex |
| LBC | | Oferta Pública | Al descuento | | ≤ 30 meses | Al vto. | Tasa Selic | - | Selic |
| NBC | NBCA | Oferta Pública | Fija | Cupón cero o Semestral | ≥ 1 mês | Al Vto. | Tasa MCTL o Selic | - | |
| | NBCF | | | Semestral | ≥ 3 meses | Al Vto. | Tasa MCTF | - | |
| | NBCE | | | Semestral | ≥ 1 mês | Al vto | Tasa MCTF | 0,4% | |

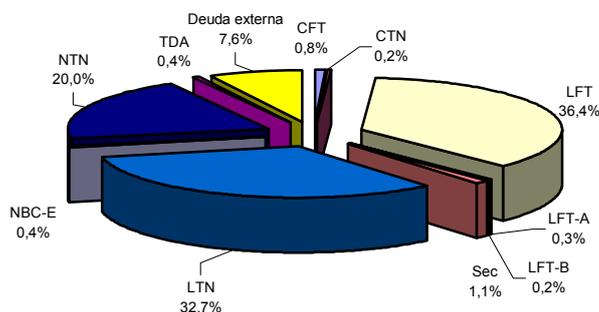
4.2.3.2. Emisiones del Tesoro Nacional

El Tesoro Nacional emite: Bonos del Tesoro Nacional (BTN), Certificados Financieros del Tesoro (CFT), Certificados del Tesouro Nacional (CTN), Letras del Tesoro Nacional (LTN), Letras Financieras del Tesoro (LFT), Notas del Tesoro Nacional (NTN), Títulos de Deuda Agraria (TDA) y Títulos de Créditos Securitizados. En el cuadro 4.6. al final de este apartados se presenta una descripción sintética de los títulos emitidos por el Tesoro. Las LFT, LNT y las NTN son los títulos que predominan en el mercado como se puede observar en el gráfico 4.5. que representa la distribución de las emisiones por tipo de instrumento para junio del 2006.

BONOS DEL TESORO NACIONAL (BTN)

Estos bonos se emitieron a partir de 1989 con el objetivo de cubrir déficit presupuestarios y luego para la renegociación de otros activos mobiliarios del Tesoro. Estos títulos fueron emitidos con plazos menores a veinticinco años y con cupones fijos. Los pagos de intereses se realizan semestralmente, y la tasa fija se aplica al valor nominal actualizado por la tasa de variación del dólar en el mercado libre (MCTL). Actualmente existen muy pocos BTN en circulación.

Gráfico 4.5. Volumen en circulación de títulos del Tesoro Nacional



Nota: Los BTN no se incluyen en el gráfico por ser un porcentaje muy pequeño en circulación.
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Brasil (Junio 2006).

CERTIFICADOS FINANCEIROS DO TESOURO (CFT)

Los CFT se emiten en series que se diferencian principalmente por la tasa de actualización del nominal. Todas las series se emiten por medio de suscripción directa, son títulos cupón cero y la tasa cupón se fija al 6% anual. En el caso de los CTF-A, el nominal se ajusta por el Índice General de Precios-Disponibilidad Interna (IGP-DI)⁶¹, para la serie B el índice de actualización es la Tasa de Referencia de Intereses (TR)⁶². Para las emisiones de CTF serie C, el nominal se actualiza por la tasa Selic. La serie D ajusta su capital por la tasa de cambio del dólar en el mercado libre (MCTL), y la serie E ajusta su nominal por Índice General de Precios de Mercado (IGP-M)⁶³. Por otro lado, el nominal de la serie G esta actualizado por el Índice de Precios al Consumidor Amplio (IPC-A)⁶⁴ y la serie H por la Tasa de Interés de Largo Plazo (TJLP)⁶⁵.

CERTIFICADOS DEL TESORO NACIONAL (CTN)

Los CTN son títulos emitidos con vencimiento a veinte años. Los cupones son fijos, amortizan el capital al vencimiento, el cual se actualiza por el índice de Inflación IGP-M. Si bien actualmente se encuentran en circulación, no representan un volumen significativo entre los títulos emitidos por el Tesoro.

⁶¹ El Índice General de Precios-Disponibilidad Interna (IGP-DI) es un índice de inflación divulgado por la Fundação Getúlio Vargas (FGV). Este índice refleja las variaciones mensuales de precios a partir del primer día del mes, hasta el último. Este índice esta compuesto por el IPA (Índice de Precios al por mayor), IPC (Índice de Precios al Consumidor) y INCC (Índice Nacional del Coste de la Construcción), con pesos del 60%, un 30% y un 10%, respectivamente.

⁶² La Tasa de Referencia de Intereses, (TR) es la tasa media anual ajustada de los CDBs (Certificados de Depósitos Bancarios) de treinta instituciones financieras seleccionadas.

⁶³ El Índice General de Precios de Mercado (IGP-M) es un índice de inflación estimado por la Fundação Getúlio Vargas (FGV). A diferencia del IGP-DI, el período de estimación comienza el día 21 de un mes, y termina el 20 del mes siguiente.

⁶⁴ El Índice de Precios al Consumidor Amplio (IPC-A) es estimado por el Instituto Brasileño de Geografía y Estadísticas (IBGE), y refleja el coste de vida para familias con renta mensual

⁶⁵ La Tasa de Interés de Largo Plazo (TJLP) refleja el costo básico de los financiamientos concedidos por el Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, (BNDES).

LETRAS DEL TESORO NACIONAL (LTN)

Las Letras del Tesoro Nacional son títulos emitidos por medio de oferta pública con el objetivo principal de cubrir déficit presupuestario. Se emiten con vencimientos entre un mes y tres años, al descuento, aunque las emisiones que se realizaron en el 2006 no superaron el año, con lo cual se pueden considerar títulos a corto plazo. Como se señaló al principio, las LTN son uno de los principales títulos públicos en circulación, para junio del 2006 el 33% del total de títulos emitidos por el Tesoro correspondían a este tipo de letras.

LETRAS FINANCIERAS DEL TESORO (LFT)

Las letras financieras pueden ser emitidas en el mercado primario por medio de oferta pública o bien por medio de colocación directa, con plazos que van desde uno a quince años. El tipo cupón es variable y corresponde a la tasa Selic. Las Letras Financieras del Tesoro para junio del 2006 representaban el 37% del total de títulos públicos en circulación emitidos por el Tesoro Nacional, es decir que son los títulos con mayor volumen de circulación dentro del mercado. Actualmente existen en circulación tres tipos: las LFT, las LFT-A y LFT-B, siendo las LFT las de mayor volumen en circulación.

Las LFT, como se mencionó anteriormente, son letras que se emitieron a partir de 1999 para reemplazar a las Letras do Banco Central do Brasil (LBCs). Estas letras tienen las mismas características que las LBCs, es decir, emisiones al descuento, ajustan el nominal por la tasa Selic, y se emiten a plazos que oscilan entre un año y una año y medio. Las LFT-A se emitieron a quince años, por medio de suscripción directa. La tasa cupón corresponde a la tasa Selic mensual más un margen determinado por el Tesoro, y se pagan mensualmente con las cuotas de amortización.

La serie B de Letras Financieras se emiten con plazos que van desde los cuatro a los quince años, siendo las más comunes las emisiones entre siete y ocho años. La forma de colocación es directa y el nominal se paga íntegramente al vencimiento. La serie B de las LFT paga una tasa de interés igual a la tasa Selic, al vencimiento del título.

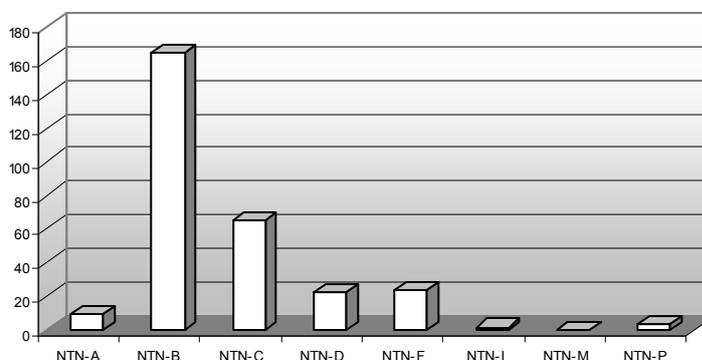
NOTAS DEL TESORO NACIONAL (NTN)

Las notas se emiten en series, dependiendo del objetivo y de sus características de emisión. En su totalidad para junio del 2006, las NTN representaban el 20% del total en circulación de títulos emitidos por el sector público. Sin embargo, Las NTN comenzaron a emitirse a partir de 1991, y las que actualmente se encuentran en circulación son las series A, B, C, D, F, I, M y P, sin embargo, la mayoría de las emisiones se concentran en las NTN-B y las NTN-F. El resto de las emisiones vencieron o fueron rescatadas. Todas las series de notas se presenta en forma de cuadro 4.2.1. en el anexo 4.2, debido a que se pueden visualizar mejor las diferentes características de cada una de ellas, como sus similitudes, y solo describimos los títulos que actualmente se encuentran en circulación.

Las NTN-A se emitieron para canjear títulos de deuda externa, y se dividen en subseries dependiendo de las características de emisión. Las NTN-A se dividen en 10 subseries, y todas ajustan el nominal por la MCTL. Las que aun permanecen en circulación son las A₁, A₃, y A₆, cuyas características se describen a continuación. Las notas serie A₁ se utilizaron como canje de los *Brazil Investment Bond* (BIB)⁶⁶. Los títulos se emitieron con vencimientos entre los trece y catorce años, dependiendo del cronograma de vencimiento de los BIB. La tasa cupón es del 6% y los intereses se pagan semestralmente con las cuotas de amortización. La serie A₃ se emitió para ser canjeadas por los *Par Bonds*⁶⁷. El plazo de emisión es de 26 años. El tipo de cupón es variable, del tipo *step up*, y se paga semestralmente. El principal se paga íntegramente al vencimiento. Las notas subserie A₆ se emitieron para canjear los *C-Bonds*⁶⁸. Se colocan con vencimientos entre los trece y catorce años. El tipo cupón es *step up*, y los intereses se pagan cada seis meses con las cuotas de amortización.

Las notas serie B, C, D, F y P se colocan por medio de oferta pública. Las series I y M se emiten por medio de suscripción directa. Para la serie B de notas el plazo de emisión y la tasa cupón esta definido por el Ministerio de Finanzas en cada subasta. Actualmente podemos encontrar en circulación títulos que van desde los doce hasta los treinta años, con cupones semestrales igual al 6% anual. El capital de estas notas se ajusta por el IPC-A (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), índice que indica la tasa de inflación de la economía, y se amortiza íntegramente al vencimiento. Las NTN-B son las notas que predominan en el mercado como se puede observar en el gráfico 4.6., siguiendo en orden de importancia las NTN-C, las NTN-F y las NTN-D.

Gráfico 4.6. Stock en circulación de NTN por tipo de serie (millones de Reales)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaria do Tesouro Nacional, 2006.

La serie C se emite a plazos que van desde los dos a los veinte años. El capital de las NTN-C se ajusta por el IGP-M (Indices Geral de Preço de Mercado) y se cancela al vencimiento. Los cupones son fijos y se pagan con frecuencia semestral. Para las notas serie D, el plazo mínimo

⁶⁶ Los BIB fueron emitidos en 1988 por el Gobierno de Brasil con el objetivo de cancelar deudas con distintos acreedores del mismo.

⁶⁷ Títulos emitidos en 1994 dentro de lo que se denominó *Plan Brady*.

⁶⁸ Títulos emitidos por el Gobierno, en dólares estadounidenses, pero sin ningún tipo de garantía.

es de tres meses, y actualmente existen en circulación notas cuyos plazos rondan entre los cuatro y siete años. La tasa cupón es del 6% y los intereses se pagan íntegramente al vencimiento cuando el vencimiento de las notas es menor a seis meses. Si el plazo es mayor a los seis meses, se pagan con frecuencia semestral. El principal se ajusta por la tasa de cambio del dólar en el mercado libre (MCTL).

Las NTN-F se emiten con vencimientos entre cinco y diez años, con cupones fijos. Los intereses se pagan cada seis meses y el capital íntegramente al vencimiento. Las NTN-F son los únicos títulos que no ajustan el capital, y pagan cupones fijos. Las notas serie I se emiten con el objetivo de recaudar fondos para pagar los intereses de las operaciones de financiación de exportaciones de los bienes y servicios. El plazo de emisión oscila entre los nueve y quince años, la tasa cupón es fija y se aplica al nominal que se actualiza por la tasa en el MTCL. Los intereses y el capital se pagan al vencimiento.

Las notas serie M se emiten con plazos entre trece y quince años. La tasa de interés corresponde a la tasa LIBOR más un margen determinado por el Tesoro, pero con un techo del 12%. Los cupones se pagan cada seis meses al igual que las cuotas de amortización. El nominal se ajusta por la tasa de cambio del dólar en el mercado libre (MCTL). La serie P de notas se emiten con plazos entre nueve y quince años, y pagan un interés del 6% anual en la fecha de rescate. El capital se paga íntegramente al vencimiento y se actualiza por la TR, anunciada por el Banco Central.

TÍTULOS DA DÍVIDA AGRÁRIA (TDA)

Estos títulos fueron emitidos para pagar indemnizaciones de la expropiación de tierras improductivas a partir de la Reforma Agraria de Brasil⁶⁹. Estos títulos se siguen emitiendo, siendo su último registro de colocación en diciembre del 2006. Los TDA se emiten con cupones fijos y actualizan el capital por la TR del Banco Central. Los plazos de vencimiento se fijan en cinco, diez quince y veinte años.

TÍTULOS DE CRÉDITOS SECURITIZADOS

Estos títulos se comenzaron a emitir en 1988, y la última emisión se realizó en el año 1999. En la actualidad representan solo el 1,1% del total de volumen en circulación de títulos públicos. Los títulos de créditos securitizados se originan a partir de créditos contraídos por el Gobierno, que no fueron cumplidos. Estas deudas, cuyos acreedores en general son bancos privados y públicos, proveedores, etc., tienen características heterogéneas, y el objetivo de la securitización es homogenizar las mismas, agrupándolas en un solo título. Con ello, por un lado se propone brindar liquidez a estos activos, además de adecuar la deuda a las posibilidades de pago del Gobierno. Por ello, según el Tesoro do Brasil, la securitización se puede ver también como una reestructuración de deuda.

⁶⁹ La Reforma Agraria proponía la expropiación de tierras improductivas por parte del Gobierno para distribuir las entre las familias que no tenían tierras. Banco Mundial, 2002

Los títulos de créditos securitizados se emiten por medio de colocación directa, y los que se encuentran en el mercado se emitieron con plazos que van desde los cinco a los treinta años. Todos los títulos públicos securitizados ajustan el capital, la mayoría lo hacen por la variación del IGP-M (Índice Geral de Preço de Mercado). La mayor parte de las emisiones devuelven el capital en cuotas y pagan cupones fijos con frecuencia semestral, aunque también existen emisiones que pagan los cupones mensuales y anuales.

4.2.3.3 Mercado primario

La emisión de títulos públicos se puede realizar de dos maneras: por colocación directa o por medio de oferta pública. Las emisiones directas se realizan en situaciones especiales, como por ejemplo, reestructuración de deuda pública. En general, los títulos públicos se emite por medio de oferta pública, y la periodicidad de las mismas depende del instrumento del que estemos hablando.

El mecanismo para suscribir títulos emitidos por el gobierno cuando la oferta es pública es por medio de subastas competitivas a precios múltiples, excepto las subastas de LFT y NTN-B que se realizan por medio de subastas al estilo holandés. Las subastas se pueden realizar en el Selic (Sistema Especial de Liquidación y Custodia), un sistema electrónico que se encuentra dentro del Banco Central, o en el Cetip, (Cámara de Liquidación y Custodia). Los participantes pueden hacer hasta cinco ofertas para cada uno de los títulos ofertados. El proceso de subasta se origina a partir de la publicación en la portada de la Página del Tesoro, dentro de los cuales se encuentran las siguientes características: tipo, cantidad, plazo tasa de interés, y demás características de cada título subastados. Las entidades que pueden participar directamente de las subastas, deben estar registradas en el sistema electrónico del Banco Central (Selic). A partir del 2002, el Tesoro realiza ventas directas de títulos públicos a través de Internet, sistema denominado *Tesouro Direto*, con el objetivo de facilitar el acceso de las personas físicas a las subastas públicas. No todos los títulos pueden ser adquiridos por medio de este sistema, únicamente las LTN, LFT y las NTN series C, B y F.

4.2.3.4. Mercado secundario

Existen tres sistemas en los cuales se pueden negociar los títulos públicos: el Sisbex, el Selic, y la Cetip. El Sisbex es un ámbito de negociación que se encuentra dentro de la Bolsa de Valores de Río de Janeiro. En el Sisbex se negocian títulos emitidos por el Tesoro y por el Banco Central. Las ofertas de compra y de venta son emitidas y visualizadas por todos los participantes, y el sistema ejecuta instantáneamente las negociaciones con las ofertas disponibles. El Sistema Especial de Liquidación y Custodia (Selic), como se mencionó anteriormente, pertenece al Banco Central de Brasil. Además de funcionar como mercado secundario de títulos federales, se encarga de las operaciones de rescate, ofertas públicas y liquidaciones financieras. La Cámara de Liquidación y Custodia (Cetip) es una entidad de custodia y liquidación creada por el Banco Central. La diferencia con los anteriores es que en este mercado también se negocian títulos municipales, títulos emitidos por empresas estatales

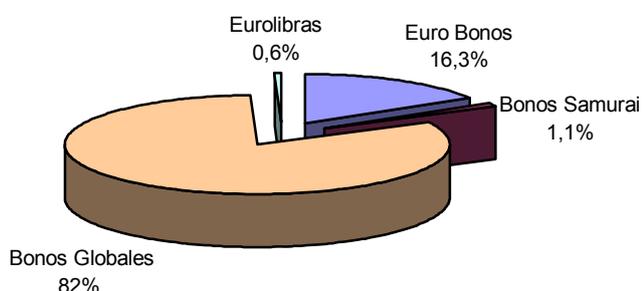
y títulos privados. A continuación se presenta un cuadro que resume las principales características de los títulos emitidos por el Tesoro Nacional de Brasil.

4.2.4. Emisiones públicas externas

Los títulos públicos de deuda externa se denominan en dólares, yenes, euros, en reales y otras monedas europeas que se negocian a nivel global. En general pagan tasas de interés fijas en forma y amortizan el capital al vencimiento. Actualmente representan el 7,6% del total en circulación de títulos públicos, y los podemos dividir en cuatro: los denominados bonos globales, los bonos europeos, los bonos samurai y los bonos Eurolibra. Las emisiones más importantes son la de los bonos Globales, cuyo volumen en circulación representa un 82% del total de emisiones externas, como se puede observar en el gráfico 4.7.

Dentro de los globales se encuentran las emisiones de bonos en moneda nacional a tasa fija. Estas emisiones comenzaron a realizarse en octubre del 2005. Si bien en junio del 2006 no representaban una proporción muy importante dentro de las emisiones en el mercado internacional, poco a poco fueron aumentando el volumen de emisiones, además de los plazos de vencimiento. Los primeros títulos se emitieron con un vencimiento de diez años, en el año 2007 se emitieron bonos globales a veinte años, siendo una muestra de la confianza por parte de los inversores internacionales en las emisiones públicas brasileiras.

Gráfico 4.7. Volumen en circulación de títulos de deuda externa



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Gerência de Informações e Estatísticas da Dívida Pública

BONOS GLOBALES

Los Bonos Globales son emisiones en dólares estadounidenses. Estos títulos fueron emitidos en operaciones voluntarias o para canjear Bonos *Bradies*. Los títulos globales son los que representan el mayor stock en circulación de emisiones soberanas de Brasil, como se mencionó anteriormente, con una participación del 82% en el total de emisiones en el mercado internacional. Los Bonos Globales se emiten con vencimientos entre cuatro y cuarenta años, en su mayoría están emitidos con cupones fijos que se pagan semestralmente y amortizan el capital íntegramente al vencimiento.

Cuadro 4.6. Principales características de las emisiones del Tesoro en Brasil

| Nombre | | Proceso de emisión | Tasa cupón | Pago de cupón | Vto. | Amortización | Actualización del capital | Stock | Mercado Secundario | | |
|-------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------|----------------|-----------------------|---------------------------|---------|--------------------------|--------|-------|
| Emisiones del Tesoro Nacional | BTN | Oferta pública | Fija | Semestral | ≤ a 25 años | Al Vto. | Tasa MCTL | - | Sisbex Selic Cetip | | |
| | CFT | Colocacion Directa | Fija | Cupon Cero | ≤ a 30 años | Al Vto. | IGP-DI/ TR/ MCTL | 0,8% | | | |
| | CTN | | Fija | | 20 años | Al Vto. | IPG-M | 0,2% | | | |
| | LTN | Oferta Pública | Al descuento. | | 1 mes a 3 años | | - | 32,7% | | | |
| | LFT | Oferta pública | Al descuento | | 1 a 3 años | | Tasa Selic | 36,4% | | | |
| | LFT | A | Colocación directa | Variable | Mensual | 15 años | Mensual | - | | 0,3% | |
| | | B | | | Cupón Cero | 4 a 15 años | Al Vto. | - | | 0,2% | |
| | NTN | A ₁ | Colocación directa | Fija | Semestral | 13 y 14 años | Semestral | MCTL | | 0,02% | |
| | | A ₃ | | Variable | Semestral | 26 años | Al Vto. | MCTL | | 0,62% | |
| | | A ₆ | | Variable | Semestral | 13 y 14 años | Semestral | MCTL | | 0,02% | |
| | | B | Oferta pública | Fija | Semestral | 2 a 30 años | Al Vto. | IPC-A | | 11,43% | |
| | | C | | | | 2 a 20 años | | IPG-M | | 4,62% | |
| | | D | Oferta pública | Fija | | Cupón Cero o Semetral | 3 meses a 7 años | Al Vto. | | MCTL | 1,54% |
| | | F | | | | Semestral | 5 a 10 años | | | - | 1,42% |
| | | I | Colocación directa | Fija | Cupón Cero | 9 a 15 años | Al Vto. | MCTL | | 0,11% | |
| M | | Variable | | S emestral | 13 a 15 años | Semestral | MCTL | 0,01% | | | |
| P | Oferta pública | Fija | Cupón Cero | 9 a 15 años | Al Vto. | TR | 0,23% | | | | |
| TDA | Colocacion Directa | Fija | | 5 a 20 años | | TR | | | | | |
| Cred. Securitizados | | Fija | Semestral | 5 a 30 años | Semestral | IGP-M | | | | | |

BONOS EUROPEOS

Los Bonos Europeos son emisiones en su mayoría en euros, aunque todavía quedan en circulación bonos en liras y marcos alemanes. Ocupan el segundo lugar en orden de importancia, cuyo volumen en circulación representa el 16% del total de emisiones en el mercado internacional por parte del Tesoro de Brasil. Estos títulos se emiten con cupones fijos, que se pagan en general anualmente, y amortizan el capital íntegramente al vencimiento. Los vencimientos de los títulos que actualmente se encuentran en el mercado son entre siete y veinte años.

BONOS SAMURAI

Los Bonos Samurai son títulos denominados en Yenes que se emiten en el mercado doméstico japonés. Estos bonos son emitidos con cupones fijos que se pagan semestralmente, y el plazo de vencimiento se encuentra alrededor de los seis años. El capital se paga al vencimiento.

EUROLIBRA

Las Eurolibras son títulos que comenzó a emitir el Tesoro de Brasil en 1996. Los títulos se emiten en Libras Esterlinas con cupón fijo y pagan intereses anuales. Actualmente existen dos emisiones de Eurolibras, a diez y veinte años. En el cuadro 4.7 se presentan las principales características de los títulos emitidos por el Tesoro de Brasil en los mercados internacionales. En el cuadro 4.7. se presenta un resumen de las emisiones externas brasileñas, completando el cuadro de las emisiones públicas.

Cuadro 4.7. Emisiones Públicas Externas en Brasil

| Organismo Emisor | Nombre | Moneda de emisión | Tasa Cupón | Pago de Cupón | Vto. | Amortización | Stock | Mercado Secundario |
|------------------|----------------|--------------------------|------------|---------------|--------------|----------------|-------|--------------------------|
| Tesoro Público | Bonos Globales | Dólares | Fija | Semestral | 4 a 40 años | Al vto. | 6,24% | Mercados internacionales |
| | Bonos Europeos | Euros y monedas europeas | Fija | Anual | 7 a 20 años | Al vto. | 1,24% | |
| | Bonos Samurai | Yenes | Fija | Semestral | 6 años | Al vto. | 0,09% | Mercado Japonés |
| | Eurolibra | Libras | Fija | Anual | 10 y 20 años | Al vencimiento | 0,04% | Mercados internacionales |

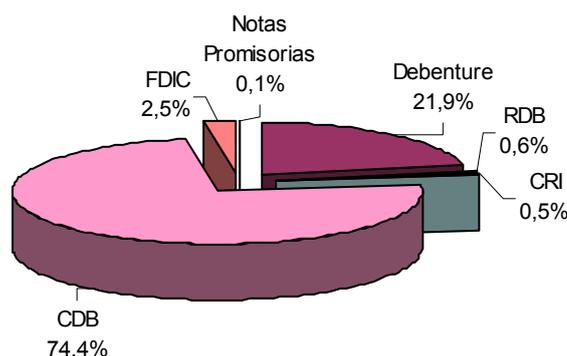
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Gerência de Informações e Estatísticas da Dívida Pública

4.2.5. Emisiones privadas

Las emisiones privadas, en comparación con las emisiones públicas, no representan una proporción importante dentro del mercado de renta fija brasileño. Entre las instituciones

financieras y las empresas no financieras, el stock en circulación representa el 28% del total de títulos de renta fija. Los títulos privados que dominan el mercado son los Certificados de Depósitos Bancarios (CDB), siguiendo en orden de importancia los *Debentures*, como se puede observar en el gráfico 4.8. También en el mercado se encuentran los Recibos de Depósito (RDB), los Certificados de Recibos Inmobiliarios (CRI), los Fondos de Inversión en Derechos Creditorios (FIDC), las Notas Promisorias.

Gráfico 4.8. Volumen en circulación de títulos privados



Fuente: Elaboración propia en base a datos del CETIP, 2006

CERTIFICADOS DE DEPÓSITO BANCARIO (CDBs) Y RECIBOS DE DEPÓSITOS (RDB)

Los CDBs son títulos que emiten los bancos comerciales y de inversión. Estos títulos son emitidos al descuento, con vencimientos entre uno y doce meses. Estos títulos son los más importantes del mercado, ya que su volumen en circulación representa aproximadamente el 74% de las emisiones de renta fija privada (ver Gráfico 4.7). Los CDBs se pueden emitir con tasa fluctuante, pre-fijada o post-fijada⁷⁰.

La mayoría de las emisiones se realizan a tasa variable como se puede observar en el Gráfico 4.9. Este gráfico nos muestra además, la magnitud de la evolución de las emisiones de los CDB a partir de enero del 2004, hasta diciembre del 2006. Los Recibos de Depósitos (RDBs) son títulos que comparten las características de los CDB, con la diferencia que no se negocian en el mercado secundario.

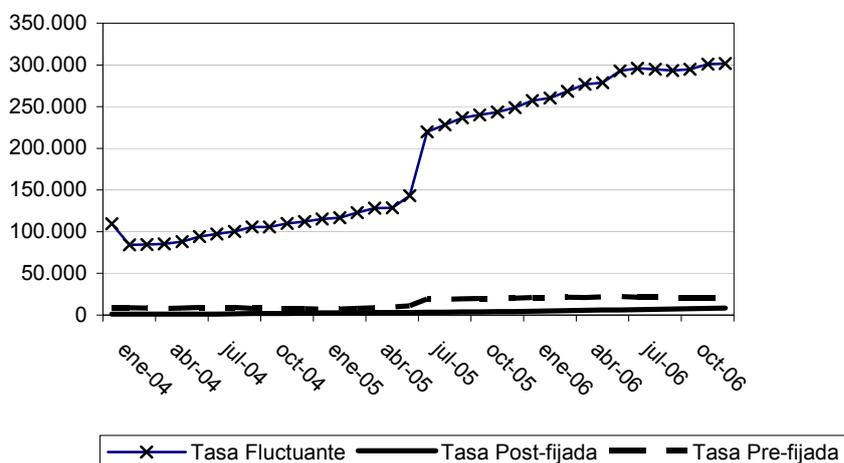
NOTAS PROMISORIAS

Las notas promisorias son los pagarés de empresas, es decir, títulos a corto plazo emitido por empresas y sociedades anónimas. Estos títulos se emiten al descuento, y su plazo máximo de

⁷⁰ En Brasil las emisiones a tasas fijas y sin indexación del principal se denominan *pre-fijadas*, y las emisiones con capital ajustado *pos-fijada*. Las emisiones con tasa variable se denominan *flutuantes*.

emisión varía dependiendo del tipo de empresas. En las sociedades anónimas plazo máximo es de 180 días, y para las empresas de capital abierto es de 360 días.

Gráfico 4.9. Volumen en circulación de los CDBs por tipo de tasa de emisión (millones de reales)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del CETIP, 30 de Junio 2006

DEBENTURES

Un debenture es un título de deuda que emiten las empresas a medio y largo plazo. Si bien se considera dentro de los títulos de renta fija, muchas veces los debentures pueden tener características de los títulos de renta variable, como por ejemplo premios, participaciones en los beneficios de las empresas, incluso, pueden ser emitidos con la opción de ser convertibles en acciones (Guía de Debentures. BovespaFix, 2006). Los debentures que se encuentran actualmente en circulación se emiten con plazos que van desde los tres a los quince años, y la mayoría con tipos de interés variables. El capital de la mayoría de las emisiones se actualiza por la tasa de Depósitos Interfinancieros (DI), que es la tasa de los depósitos interbancarios⁷¹. Además hay emisiones cuyo capital se vincula al Índice General de Precios de Mercado (IGPM). El capital en general se paga en cuotas anuales, pero también existen títulos cuyos pagos son semestrales, trimestrales, mensuales y emisiones con pago del capital íntegramente al vencimiento.

CERTIFICADOS DE RECIBOS INMOBILIARIOS (CRI)

Los CRI son títulos de renta fija que surgen de un proceso de titulización de créditos inmobiliarios, emitidos por sociedades titularizadoras. Pueden ser emitidos en forma simple o

⁷¹ La tasa de Depósitos Interfinancieros (DI) es la tasa calculada y divulgada por la Cetip. Para su cálculo, del total del mercado interbancario son seleccionadas las operaciones de un día útil de plazo, considerando sólo las operaciones realizadas entre instituciones de conglomerados diferentes (extra-grupo).

con régimen fiduciario. El régimen fiduciario implica la constitución de un patrimonio separado administrado por una compañía tituladora.

Los títulos que se encuentran actualmente en circulación no representan un volumen importante, solo el 0,05% del total del mercado de títulos privados. Los CRI se emiten a plazos entre uno y los quince años, con cupones fijos en su mayoría. Todos los títulos ajustan el capital, la mayoría lo hacen por el Índice Geral de Preços Mercado (IGPM). Además, amortizan el capital en cuotas parciales, que pueden ser anuales o mensuales, lo que coincide con la frecuencia de pago de los intereses.

FONDOS DE INVERSIÓN EN DERECHOS DE CRÉDITO (FIDC)

Los FIDC son un conjunto de recursos que destina una parte importante de un determinado patrimonio y lo convierte en derechos crediticios y en títulos representativos de esos derechos. Estos títulos son los que se negocian en el mercado financiero. Actualmente los títulos en circulación tienen plazos de vencimiento entre uno y diez años, pero predominan las emisiones con vencimientos entre dos y tres años. La amortización del capital generalmente se realiza en cuotas mensuales. Los cupones en su mayoría son variables, vinculados a la tasa de Depósitos Interfinancieros (DI), o al Índice General de Precios de Mercado (IPG-M). Desde el 2004, los FIDC también conocidos como Fondos de Recebíveis, se negocian en el Bovespa Fix y en el Soma Fix.

MERCADO SECUNDARIO

Los títulos privados se negocian en el Bovespa Fix, en el Soma Fix, en el CetipNet y, en el caso de los debentures, en el Sistema Nacional de Debêntures (SND). El Bovespa Fix es un sistema conjunto de negociación, liquidación y custodia de títulos de renta fija privados. En este mercado se negocian los CRI, los Debentures, las Notas Promisorias y los FIDC. El CetipNet es un mercado electrónico que se encuentra dentro de la Cetip, y como se menciono anteriormente, se negocian tanto títulos públicos como privados. El Soma Fix es un mercado extra bursátil organizado (OTC), o como se denomina en Brasil: Mercado de Balcão. El Soma Fix es un mercado donde se negocian tanto títulos de deuda privada como acciones, y en donde los participantes negocian por teléfono o por medio de ordenadores. Este mercado fue implementado a partir de noviembre del 2003 con el objetivo de abrir un espacio para nuevos participantes del segmento de deuda corporativa.

En el cuadro 4.8 podemos observar un resumen de las principales características de los títulos privados que describimos anteriormente.

4.2.6. Conclusión

El mercado de renta fija brasileño es el más grande de América Latina en términos de volumen en circulación. En relación a la distribución por tipo de emisor, aproximadamente el 73% de los

títulos en circulación corresponde a emisiones públicas, principalmente del Tesouro do Brasil. Un aspecto llamativo es la inexistencia de títulos emitidos por el Banco Central de Brasil, ya que por la Ley de Responsabilidad Fiscal, a partir del 2002 el Banco no utiliza la emisión de títulos de renta fija para cumplir con objetivos de política monetaria. En Noviembre del 2006 se rescataron los últimos títulos que había en circulación en el mercado.

Cuadro 4.8. Principales características los títulos privados en Brasil

| Nombre | Organismo Emisor | Tasa Cupón | Vencimiento | Amortización | Actualización del capital | Mercado Secundario |
|-------------------|---------------------------|-----------------|--------------|-----------------|---------------------------|-----------------------------------|
| CDB | Instituciones Financieras | Fija o variable | 1 y 12 meses | Al descuento | - | Cetip |
| CRI | Instituciones Financieras | Fija | 1 a 15 años | Anual o Mensual | IGP-M | Bovespa Fix y Soma Fix |
| Debentures | Empresas no financieras | Variable | 3 a 15 años | Anual | DI y IPG-M | SND, Cetip Bovespa Fix y Soma Fix |
| FIDC | Instituciones financieras | Variable | 1 a 10 años | Mensual | - | Bovespa Fix y Soma Fix |
| Notas Promisorias | Empresas no financieras | Al descuento | ≤ 1 año | Al vencimiento | - | Cetip, Bovespa Fix y Soma Fix |

Los dos tipos de títulos que dominan el mercado son emitidos al descuento, las Letras del Tesoro Nacional (LTN) y las Letras Financieras del Tesoro (LFT). Las LTN, que son emisiones a plazos menores a un año y representan el 33% del volumen emitido por el Gobierno. Las LFT son títulos cuyo capital se encuentra vinculado a la tasa de referencia interbancaria de Brasil, la tasa Selic.

Por otro lado, existen varias emisiones que, si bien los tipos de intereses son fijos, el capital se ajusta a la tasa de inflación o a las variaciones de tipo de cambio. Estas corresponden a los Certificados del Tesouro Nacional (CTN), las Notas del Tesouro Nacional (NTN), series A, B C y M, y los Créditos Securitizados. Todos estos títulos representan aproximadamente el 20% del total en circulación de títulos públicos. Los únicos títulos que emitidos con cupones que no ajustan el capital son las NTN-F, cuya proporción dentro de las emisiones públicas es aproximadamente el 1,6%.

Como se señaló en la introducción de este capítulo, antes de la crisis financiera que sufrió Brasil en los años 1998 y 1999, los títulos que se emitían a tasa fija representaban un 61% del total de emisiones públicas. Esta composición cambio a partir de la crisis, cuando las emisiones a tasa fija llegaron al 1,2 en marzo de 1999. A partir de fines del año 1999, Brasil logró cambiar la composición de su deuda, aumentando la participación de los títulos con tasas prefijadas. Sin embargo, no debemos olvidar que las LTN que representan el mayor porcentaje de títulos a tasa prefijada, actualmente se emiten a plazos inferiores al año y medio. A excepción de las LFT, casi todos los títulos emitidos por el sector público actualizan el capital por la tasa del

dólar en el mercado libre, o por algún índice de la tasa de inflación. En relación a los plazos de emisión, se puede observar que la mayoría de las emisiones se realizan a plazos entre cinco y quince años, como son las emisiones de las LFT y las NTN.

Por otro lado, se observa que las emisiones en el mercado privado son más pequeñas que las del sector público. El 24% de las emisiones privadas corresponden a emisiones de entidades financieras, y solo el 3% corresponde a emisiones de empresas no financieras. El mercado de renta fija privado es pequeño en relación a la variedad de títulos que se emiten en él, de los cuales solo dos de ellos tienen un volumen significativo, los Certificados de Depósitos Bancarios (CDB) y los Debentures. Estos dos tipos de títulos se llevan aproximadamente el 96% del volumen en circulación de títulos privados.

Los Certificados de Deposito Bancario (CDB) son emisiones a corto plazo y a tasa variable. Los debentures son emisiones a medio y largo plazo, también a tasa variable, y con el capital ajustado, en la mayoría de los casos a la tasa de los depósitos financieros (DI). En general, la tasa a la cual están referenciados los cupones es la misma que ajusta el nominal de estos títulos. Por otro lado, los títulos que surgen de procesos de titulización de activos, no tienen una participación importante, como si lo son en mercados desarrollados.

4.3. El Mercado de renta fija de Chile

4.3.1. Introducción

El mercado chileno de renta fija es muy particular en relación a otros países de Latinoamérica. Es el único mercado en el que las emisiones privadas representan una proporción muy importante en el total de emisiones de renta fija, superando incluso las emisiones del sector público. Según las estadísticas del *Bank of International Settlement* para Junio del 2006, las emisiones privadas representan un 64% del total en circulación en el mercado de renta fija, de los cuales el 36% corresponden a entidades no financieras y 28% corresponden a emisiones de entidades financieras, situación que se observa en el gráfico 4.10. cuyos datos se encuentran en el anexo de este capítulo.

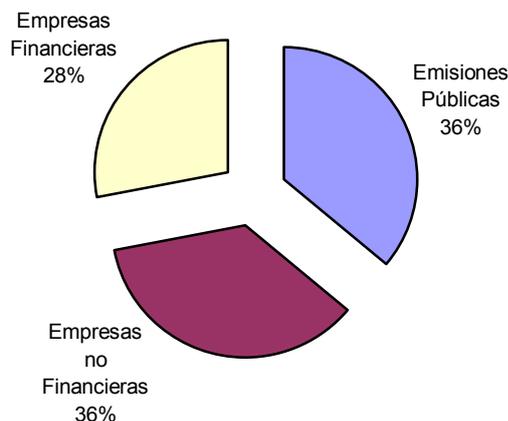
Dentro de las emisiones públicas, y dejando de lado las emisiones de los Bonos de Reconocimiento⁷², es el Banco Central de Chile el que más títulos emite en el mercado de renta fija, situación que no se repite en los países emergentes seleccionados para el análisis.

Otra característica distintiva del mercado chileno es que, además de las emisiones en moneda doméstica y en moneda externas, los títulos de renta fija se emiten en una gran proporción en Unidades de Fomento (UF). La Unidad de Fomento es una unidad de cuenta que fue creada en 1967 por el Ministerio de Hacienda de Chile. Es una medida reajutable en función a la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC), por lo tanto, los títulos emitidos en UF

⁷² Estos títulos los emite el Instituto de Normalización Provisional, se explicaran más adelante

permiten la indexación del nominal por el índice de inflación de la economía. En la fecha que el título pague intereses o capital, se realiza la conversión de Unidades de Fomento a pesos chilenos. La Unidad de Fomento la calcula diariamente el Banco Central de Chile.

Gráfico 4.10. Volumen de títulos en circulación por tipo de emisor



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2006

4.3.2. Organismos reguladores y participantes del mercado de renta fija

Los organismos que regulan el sistema financiero chileno son: el Ministerio de Hacienda, la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), el Banco Central de Chile, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) y la Superintendencia de Administración de Fondos de Pensiones (SAFP). Además se describen otras instituciones del sistema financiero chileno como los mercados secundarios, las instituciones de custodia y liquidación de los títulos de renta fija y las entidades financieras que participan directamente en el mercado de renta fija.

MINISTERIO DE HACIENDA

El Ministerio de Hacienda es el organismo del Gobierno que vincula el Gobierno Central con el mercado de capitales. Tanto la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) como la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) son entidades con autonomía, pero se encuentran dentro del Ministerio de Hacienda de Chile. Además, dentro del Ministerio de Hacienda se encuentra la Tesorería de la República de Chile, organismo encargado de emitir los títulos de deuda pública del Gobierno Central.

SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS (SVS)

La SVS es una institución autónoma que se encarga de la regulación y supervisión de los mercados de valores y de seguros. Entre sus principales funciones, la SVS regula los emisores e intermediarios de valores de oferta pública, las bolsas de valores y sus operaciones. Dentro de sus funciones, a la SVS le corresponde velar porque las personas o instituciones supervisadas, desde su inicio hasta su liquidación, cumplan con las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que rijan el funcionamiento de estos mercados (Bolsa de Comercio de Santiago, 2003). Por otro lado, la SVS autoriza el establecimiento de Bolsas de Valores, y mantiene un registro de los corredores de bolsa y de los agentes de valores.

BANCO CENTRAL DE CHILE

El Banco Central de Chile es uno de los principales reguladores del sistema financiero. Además de programar y ejecutar las políticas monetarias del país, el Banco Central se encarga de dictar formas que regulan las entidades financieras. Por otro lado, el Banco Central puede actuar como agente fiscal del gobierno en la contratación de créditos internos y externos, y se encarga de todo lo relativo al servicio y amortización de la deuda externa, directa o indirecta del Estado.

SUPERINTENDENCIA DE BANCOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS (SBIF)

La SBIF es una entidad autónoma que se encarga de regular y supervisar el sistema bancario. La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras supervisa las instituciones bancarias y las entidades financieras cuyo control no esté encomendado por ley a otra institución.

SUPERINTENDENCIA DE ADMINISTRACIÓN DE FONDOS DE PENSIONES (SAFP)

La Superintendencia de Administración de Fondos de Pensiones (SAFP) es un organismo autónomo perteneciente al Estado. Este organismo tiene como objetivo la vigilancia y control de las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) y de la Administradora de Fondos de Cesantía (AFC), entidad que recauda las cotizaciones, invierte los recursos y paga los beneficios del seguro de cesantía.

MERCADOS SECUNDARIOS DE TÍTULOS DE RENTA FIJA

El mercado secundario chileno tiene un aspecto que lo diferencia de otros mercados. En Chile existen dos mercados secundarios en donde se negocian los títulos de renta fija: el mercado interbancario de deuda (mercado extrabursátil) y el mercado bursátil. El mercado extrabursátil se caracteriza por ser un mercado intermedio en donde solo negocian los bancos. Por otro lado, las negociaciones en las bolsas de valores, principalmente en la de Santiago, cuenta con volúmenes muy importantes, básicamente de títulos de renta fija privados.

En cuanto a los mercados extrabursátiles, existen dos plataformas interbancarias en las que, como su nombre indica, solo participan los bancos y solo se negocian títulos de renta fija. Una de ellas se denomina “OTC Tasas” que es una plataforma electrónica de transacciones administrada por la Bolsa de Comercio de Santiago. El “OTC Tasas” es un mercado de puntas, es decir en él se ingresan cotizaciones de compra o de venta, o de ambas, en donde los precios de equilibrio se diferencian según éstos sean de compra o de venta. El “mercado de puntas” es la segunda plataforma interbancaria, cuyas negociaciones se realizan telefónicamente. Si bien el “OTC Tasas” es más sofisticado, una de las razones por las cuales se mantiene el “mercado de puntas” es que la interacción humana en muchos casos lleva a compartir información entre los participantes, cosa que no sucede en una plataforma electrónica (Lazen, V. 2005).

Los títulos de renta fija cuentan con un volumen elevado de negociación en las bolsas de valores de este país. En Chile existen dos bolsas de valores en donde se llevan a cabo las negociaciones de instrumentos de renta fija: la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) y la Bolsa Electrónica de Chile (BECH). En la Bolsa de Santiago existen dos sistemas de negociación de estos instrumentos: Telerenta, Remate Electrónico de Renta Fija e Intermediación Financiera (Bolsa de Comercio de Santiago, 2003). Este sistema es un sistema electrónico de negociación el cual permite la transacción o “calce automático” de títulos cuando existe compatibilidad en la tasa de interés.

El Remate Electrónico se realiza dentro de determinados horarios, una vez que se cumple este horario, el sistema asigna la transacción al mejor postor comprador, lo que se denomina “calce concurrente”. Por medio de este sistema también se realizan las emisiones de títulos, lo que se denomina “remate exclusivo”. Este sistema es el que concentra la mayoría de las transacciones del mercado de renta fija.

INSTITUCIONES DE CUSTODIA Y LIQUIDACION DE TITULOS DE RENTA FIJA

a. Depósito de Valores (DCV)

Depósito Central de Valores S.A. (DVC) es una sociedad anónima sujeta a las instrucciones que emite la Superintendencia de Valores y Seguros. Esta entidad esta facultada para recibir en depósito valores de oferta pública y facilitar las operaciones de transferencia de dichos valores entre los depositantes. La DVC es el único depositario central de valores existente.

La DCV procesa y registra electrónicamente las operaciones de transferencia de los valores efectuadas en las bolsas de valores y en el mercado extrabursátil, y facilita la información necesaria para el pago de los derechos relativos a los valores depositados.

b. Sistema de Compensación y Liquidación Garantizado (SCL),

El SCL es un sistema de compensación y liquidación que opera dentro de la Bolsa de Comercio de Santiago. Para el caso de los instrumentos de deuda el SCL compensará las

operaciones en forma neta multilateral, para luego informarle al DCV de los saldos de valores y pagos pendientes de cada corredor.

c. Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor (CCAV)

La CCAV es la cámara de compensación financiera de pagos de las negociaciones que se realizan en el sistema interbancario. La liquidación de valores interbancaria suele realizarse a través del Depósito Central de Valores.

OTROS PARTICIPANTES DEL MERCADO DE RENTA FIJA

a. Inversionistas institucionales

Los inversores institucionales son instituciones financieras, públicas o privadas que participan en la negociación de activos de renta fija, y que además están obligados a entregar información periódica respecto a las transacciones que efectúen a la SVS. Dentro de estas instituciones encontramos a bancos, sociedades financieras, compañías de seguros y reaseguro, fondos mutuos, fondos para la vivienda y administradoras de fondos de pensiones, (Lazen, 2005). Estas últimas son las inversoras institucionales más importantes de Chile.

b. Corredores de bolsa y agentes de valores

Los corredores de bolsa y agentes de valores son intermediarios financieros que realizan operaciones de corretaje de valores. Los que actúan como miembros de la bolsa se denominaban corredores de bolsa, y aquellos que operan fuera de ella se denominan agentes de valores.

4.3.3. Emisiones públicas internas

Las emisiones públicas del Estado Chileno se pueden dividir por tipo de emisor en: emisiones del Banco Central de Chile, emisiones de la Tesorería General de la Nación, emisiones del Instituto de Normalización Previsional (INP) y emisiones semipúblicas. En el cuadro 4.7. que se encuentra al final de este apartado, se pueden observar las principales características de las emisiones públicas en el mercado chileno.

4.3.3.1. Emisiones del Banco Central de Chile

Los títulos emitidos por el Banco Central se dividen en dos dependiendo del plazo de vencimiento: los Instrumentos de Intermediación Financiera (IIF) se refieren a títulos emitidos a corto plazo, y los Instrumentos de Renta Fija (IRF) son los títulos que se emiten a medio y largo

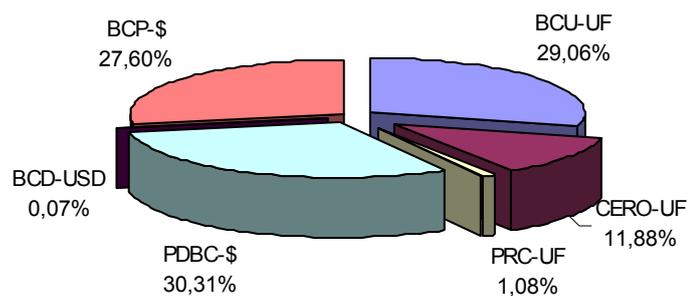
plazo. Los Instrumentos de Intermediación Financiera se emiten con el objetivo de regular la oferta monetaria a través de operaciones de mercado abierto, y dentro de ellos encontramos los Pagares Descontables y Reajustables (PDBC y PRBC). Por otro lado, los Instrumentos de Regulación Financiera son los Pagares Reajustables (PTF, PRC y PRD), los Pagares en Dólares (PCX), los Cupones de Emisión Reajustables (CERO y XERO) y los Bonos (BCP, BCU, BCD y BCX).

Los títulos emitidos por el Banco Central representan aproximadamente el 85% de los títulos públicos en circulación, según las estadísticas de este organismo para Diciembre del 2006 (Banco Central de Chile, 2007). En su mayoría son emisiones en moneda local, aunque existe una proporción elevada de títulos ajustados por inflación, cuya denominación es la Unidad de Fomento. En el Gráfico 4.9. se pueden observar la distribución por tipo de instrumento de las emisiones del Banco Central de Chile para Junio del 2006, cuyos datos estadísticos se presentan en el anexo de este capítulo.

PAGARÉS DESCONTABLES Y REAJUSTABLES DEL BANCO CENTRAL DE CHILE (PDBC Y PRBC)

Los PDBC y los PRBC son emisiones a plazos menores a un año, al descuento. Los PDBC se emiten en pesos chilenos, con plazos entre uno y doce meses. Los PRBC están denominados en Unidades de Fomento, es decir, son emisiones ajustadas por inflación, y se emiten con vencimientos entre tres y doce meses. Las emisiones de estos pagarés en el mercado primario se realizan los martes y los jueves de cada semana. Los Pagares Descontables representan aproximadamente el 30% del total de las emisiones del Banco Central, lo que se observa en el gráfico 4.11. Los Pagares Reajustables no se encuentran en circulación.

Gráfico 4.11. Volumen en circulación de títulos emitidos por el Banco Central de Chile



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central de Chile, 2006.

PAGARÉS REAJUSTABLES DEL BANCO CENTRAL DE CHILE CON TASA DE INTERÉS FLOTANTE (PTF)

Los PTF se emiten con frecuencia mensual, en Unidades de Fomento y pagan cupones semestrales que se encuentran vinculados a la Tasa de Interés Promedio (TIP) a 90 y 360

días⁷³. Este título amortiza el capital en cuotas parciales que se pagan conjuntamente con los cupones del pagaré, y se emiten con vencimientos entre uno y quince años.

PAGARÉS REAJUSTABLES DEL BANCO DE CHILE (PRC Y PRD)

Los Pagares Reajustables son títulos a medio y largo plazo, emitidos con cupones fijos cuyo pago se realiza con frecuencia semestral, conjuntamente con el pago de las cuotas de amortización. Existen dos tipos de Pagares Reajustables, los PRC que se emiten en Unidades de Fomento con plazos de vencimiento menores a veinte años, actualmente se emiten PRD con plazos a partir de los ocho años. Los PRD que se emiten en dólares estadounidenses a plazos entre dos y cuatro años. Estos últimos liquidan los intereses y la amortización del capital en pesos chilenos.

PAGARÉS DEL BANCO CENTRAL DE CHILE EN DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA (PCX)

Los PCX se emitieron para canjear los Pagares Reajustables en dólares (PRD). Estos títulos tienen características similares a los PRD, pero a diferencia de ellos, los pagos de amortización e intereses se realizan en la moneda de emisión. Otra diferencia con los PRD es que en el mercado primario solo pueden participar entidades bancarias y sociedades financieras. El canje se realiza a través de licitaciones extraordinarias, o mediante ventas por ventanilla. Estas ventas son operaciones que realiza el Banco de Chile directamente con las instituciones, en la cual el Banco establece la tasa, el plazo y las condiciones de la operación a la cual podrán acceder las mismas.

PAGARÉS EN DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

Estos títulos tiene las mismas características que los pagarés en dólares (PCX), pero a diferencia de ellos se emiten con tasa cupón variable. Los plazos de emisión varían de 30 a 360 días, y el cupón esta vinculado a la LIBOR, más un margen que lo determina el Gerente de División Internacional. Estos títulos son emitidos solo en caso de que una entidad autorizada los solicite. La entidad interesada debe indicar el monto y el plazo al que desea comprar estos pagarés. Sin embargo, en el mercado secundario estos títulos pueden ser vendidos a cualquier persona natural o jurídica.

CUPONES DE EMISIÓN REAJUSTABLES OPCIONALES (CERO Y XERO)

Los cupones de emisión son desagregaciones (strip) de los cupones de otros pagarés emitidos por el Banco Central. El objetivo de su emisión es brindar la posibilidad de canjear los títulos originales por títulos cupón cero. La moneda de emisión en el caso de los CEROS es la Unidad

⁷³ La TIP se obtiene del promedio ponderado de las tasas de captación ofrecidas en un día determinado por el sistema financiero tanto para depósitos no reajustables de entre 30 y 89 días, como también para los depósitos reajustables para plazos entre 90 y 365 días.

de Fomento cuando se trata del canje de los PRC y en dólares cuando se trata de PRD. El mercado primario de los cupones reajustables es diferente al de los títulos comunes. El Banco Central de Chile ofrece la sustitución y canje por estos cupones a tenedores de PRC que él mismo determina, y que sean tenedores o custodios de los títulos. El Banco Central de Chile acepta solicitudes de sustitución y canje sólo cuando se presenten PRC cuyo plazo residual sea de al menos un año o tengan por lo menos dos cupones vigentes. Los XERO son cupones que se emiten con el objetivo de canjear los CERO emitidos en dólares. Estos títulos también se emiten en dólares estadounidenses por medio de licitaciones extraordinarias, pero son rescatados en dólares, lo cual lo convierte en un título no reajutable a diferencia del CERO emitido en dólares y rescatables en pesos chilenos. El proceso de emisión es similar al de los títulos CERO.

BONOS EMITIDOS POR EL BANCO DE CHILE (BCP, BCU, BCD Y BCX)

Los Bonos del Banco de Chile son emisiones a medio y largo plazo. El Banco emite los BCP, BCU y los BCD, con la finalidad de reemplazar a los PDBC, PRC y PRD respectivamente, que circulan en el mercado financiero local, para estandarizar los instrumentos que existen en circulación⁷⁴. Los BCP y los BCU son los más importantes en términos de volumen en circulación, ya que representan cerca del 60% del total de emisiones del Banco Central de Chile, como se puede observar en el Gráfico 4.9.

Al igual que los pagarés, los Bonos del Banco Central de Chile se emiten con diferentes características, aunque comparten muchas de las mismas. Los bonos del Banco de Chile se emiten con cupones fijos, amortizan el capital en cuotas semestrales que se pagan conjuntamente con los cupones. Los BCP se emiten en pesos con vencimientos entre dos y diez años. Los BCU se emiten con plazos de vencimiento de cinco a diez años, aunque también hay emisiones a veinte años, pero son las menos. La moneda de emisión es la Unidades de Fomento. Los BCD se emiten con plazos entre los dos y cinco años en moneda externa, pero se liquidan en moneda local al tipo de cambio oficial del día de liquidación. Además, el Banco de Chile emite los BCX en moneda externa, cuyas características son similares a las de los bonos anteriores, pero los pagos tanto de intereses como de capital se realiza en la moneda de emisión. Estos títulos se emiten por medio de licitaciones extraordinarias con el objetivo de mantener la posición de dólares del Banco Central y disminuir el monto de las reservas internacionales.

4.3.3.2. Emisiones de Tesorería General de la República

Los títulos que emite la Tesorería General de la República de Chile no tienen un volumen significativo en circulación, superados ampliamente por los títulos que emite el Banco de Chile. Entre ellos se encuentran los Pagares Reajustables de Tesorería (PRT), los Bonos en Unidades de Fomento (BTU) y los Bonos de la Reforma Agraria (CORA).

⁷⁴ Es decir, todos con amortización al vencimiento.

PAGARÉS REAJUSTABLES DE LA TESORERÍA GENERAL DE LA REPÚBLICA DE CHILE (PRT)

Estos pagarés se emitieron para financiar proyectos de inversión del Estado y gastos derivados de la ejecución presupuestaria anual de la nación. Los pagarés se emiten en Unidades de Fomento por lo tanto, el capital se va reajustando por la tasa de inflación de la economía. Estos títulos se emiten al descuento o cupón cero. Los PRT amortizan el capital al vencimiento. Las emisiones de los pagarés no son programadas, se emiten para hacer frente a necesidades específicas y su colocación simplemente se realiza mediante la entrega de los mismos a los acreedores.

BONOS DE LA TESORERÍA GENERAL DE LA REPÚBLICA DE CHILE EN UNIDADES DE FOMENTO (BTU)

Estos bonos se emiten en Unidades de Fomento, por lo que se ajustan a la tasa de inflación de la economía. Los BTU se emiten con dos plazos de vencimiento: diez y veinte años. Los cupones son fijos y se pagan semestralmente, y la amortización del capital se realiza al vencimiento del bono. El mercado primario de estos bonos opera exclusivamente en el Banco Central de Chile, mediante licitaciones o ventas por ventanilla a través de su Sistema de Operaciones de Mercado Abierto (SOMA), al igual que los Pagares del Banco Central.

BONOS DE LA REFORMA AGRARIA (CORA)

Estos títulos fueron emitidos con el propósito de financiar la parte a plazo de las indemnizaciones por expropiaciones de predios agrícolas efectuadas por la Corporación de la Reforma Agraria (CORA). Estos títulos se han emitido a la orden de los beneficiarios de las indemnizaciones derivadas de la aplicación de la ley de reforma agraria. Son emisiones en pesos chilenos. Existen tres clases de emisiones de bonos CORA: la clase A, que se emitió a veinticinco años, la clase B a cinco y la clase C emitida a treinta años. Otra característica de estos bonos es que la primera serie de cada clase, ajusta el capital por el Índice de Precios al Consumidor, y la segunda serie de cada clase no. La amortización se paga en cuotas anuales y consecutivas, conjuntamente con el pago de intereses, que es una tasa fija aplicada al capital del bono.

4.3.3.3. Títulos emitidos por el Instituto de Normalización Previsional (INP)

El Instituto de Normalización Provisional es un organismo público de seguridad social de Chile. Los bonos que emite este organismo se denominan Bonos de Reconocimiento. El objetivo de las emisiones es recuperar las cotizaciones previsionales que perdieron aquellas personas que se cambiaron del régimen público al régimen privado. Las obligaciones que generan estos títulos son exigibles en el momento de la jubilación. Los Bonos de Reconocimiento representan una proporción muy importante dentro de los títulos emitidos por el sector público, aproximadamente el 46% del total de títulos en circulación. Además del Bono de Reconocimiento, denominado Bono Original, dependiendo de las características del adjudicatario o de los reclamos que puede realizar el mismo, se le puede entregar un bono adicional, entre los que se encuentran: el Bono Adicional por Exonerado Político, el Complemento Bono de Reconocimiento y el Bono Adicional por Diferencia.

BONO ORIGINAL

El Bono Original se emite en moneda local, pagan intereses fijos anuales y se amortizan al vencimiento. Sin embargo, el monto del capital se ajusta por el Índice de Precios al Consumidor. Otra característica es que son intransferibles, salvo que el tenedor adquiera una jubilación anticipada en el sistema privado. En este último caso, los títulos pasan a negociarse en el mercado secundario.

COMPLEMENTO BONO DE RECONOCIMIENTO

Estos bonos también los emite el INP con el objeto de reconocer el derecho a pensión que en el régimen antiguo hubieren tenido los beneficiarios de afiliados al nuevo sistema previsional. Estos bonos tienen las mismas características que los anteriores.

BONO ADICIONAL POR DIFERENCIA

Estos bonos tienen las mismas características que el bono original, solo varían en el objetivo de la emisión, ya que se emiten al afiliado de una Administradora de Fondos de Pensión (AFP), que ya le fue adjudicado un bono de reconocimiento y que haya elevado una solicitud de reclamo por estar disconforme con los antecedentes utilizados en el cálculo del valor nominal del bono de reconocimiento.

BONO ADICIONAL POR EXONERADO POLÍTICO

Estos bonos fueron emitidos por el INP para los afiliados de una AFP con derecho al bono de reconocimiento y que tenga la calidad de exonerado político, es decir, ex funcionarios del Estado que hayan sido apartados de su cargo por razones políticas entre 1973 y 1990⁷⁵. Estos títulos tienen las mismas características que los anteriores.

4.3.3.4. Emisiones semipúblicas

Los Bonos de empresas del Estado de Chile garantizados por la República de Chile son títulos emitidos por Empresas del Estado y todas aquellas en que el Estado tenga aportes de capital igual o superior al cincuenta por ciento del capital social. Las emisiones se pueden realizar en moneda doméstica, externa o cualquier unidad de cuenta autorizada por el Banco Central. El emisor puede realizar una oferta pública en el mercado primario u ofrecerlos directamente a los inversionistas institucionales. En general los títulos se emiten con plazos que oscilan entre los cinco y los veinticinco años, aunque las más comunes son las emisiones a plazos mayores a

⁷⁵ Un exonerado político es, según la Ley-19234: "Los ex funcionarios de la Administración Pública centralizada y descentralizada, de las instituciones semifiscales y de administración autónoma, y de las empresas autónomas del Estado, de las Municipalidades, de las Universidades del Estado, del Banco Central de Chile, del Congreso Nacional, parlamentarios en ejercicio al 11 de septiembre de 1973, que no estén en ejercicio a la fecha de entrada en vigencia de la presente ley, y del Poder Judicial, que hayan sido exonerados por motivos políticos, durante el lapso comprendido entre el 11 de septiembre de 1973 y el 10 de marzo de 1990..." Artículo 3. 1993, Ministerio del Trabajo y Previsión Social, Gobierno de Chile.

diez años. Predominan las emisiones en Unidades de Fomento, los intereses se pagan en forma semestral y, en general, el capital se amortiza al vencimiento.

4.3.3.5. Mercado primario

Los títulos emitidos por el sector público tienen características generales en cuanto al proceso de emisión en el mercado primario, salvo los títulos emitidos por el INP y los títulos de las empresas públicas, o los títulos que se emiten para el canje de otros ya existentes, cuyas características se explicaron cuando se describió cada uno de ellos. El mercado primario de los títulos emitidos tanto por el Banco Central de Chile como por la Tesorería General opera exclusivamente en el Banco Central de Chile, mediante licitaciones o ventas por ventanilla a través de su Sistema de Operaciones de Mercado Abierto (SOMA). Los títulos no se presentan en forma física, sino en anotaciones de cuentas, pero los emisores pueden pedir la impresión del título. Las ventas por ventanilla, como se mencionó anteriormente, son aquellas operaciones que realiza el Banco de Chile directamente con las instituciones. En este tipo de ventas, el Banco Central establece la tasa, el plazo y las condiciones de la operación. Por otro lado, las licitaciones se realizan mediante ofertas competitivas, en las cuales la institución interesada debe presentar el monto que desea adjudicarse y la tasa de interés.

Existen dos modalidades de licitación: la tradicional y la interactiva. Tanto en la licitación tradicional como en la interactiva, existe un período de postulación durante el cual se reciben las ofertas de las instituciones participantes. En el caso de la modalidad tradicional el proceso de adjudicación se realiza en forma interna, y luego se comunican los resultados de la licitación. En la licitación interactiva se indica en forma automática e inmediata si la oferta o parte de la misma está preseleccionada o no. En el caso de las ofertas que no lo estén, se pueden modificar sus condiciones hasta el término del plazo de recepción de ofertas, tras el cual se comunica el resultado de la licitación. Los PDBC y los PRBC se emiten dos veces por semana, el resto de los pagarés del Banco Central se emiten con frecuencia mensual. Los bonos del Banco Central y los títulos emitidos por la Tesorería de la República de Chile emitidos para fines específicos, las subastas se realiza sin un programa determinado. Las instituciones o agentes que pueden operar en el mercado primario del Banco Central de Chile son los siguientes: empresas bancarias, sociedades financieras, administradoras de fondos de pensiones, compañías de seguros y administradoras de fondos mutuos.

4.3.3.6. Mercado secundario

El mercado de deuda pública chileno tiene una característica que lo diferencia tanto de los mercados de los principales centros financieros, como de los países emergentes. En términos de volumen negociado, el mercado más importante es el de instrumentos emitidos por el Banco Central de Chile, que se negocian en mercados OTC, ya que duplica las negociaciones en bolsa de los títulos de renta fija, lo que lo convierte el mercado secundario más importante de Chile (Laze, V., 2005). Como se mencionó en la introducción, el volumen de títulos de renta fija privados emitidos en el mercado chileno es superior al volumen de títulos públicos. Sin

embargo, la negociación de los títulos privados es muy pequeña en relación al volumen negociado de títulos públicos⁷⁶. Otra cuestión a destacar es que los títulos públicos emitidos por la Tesorería de la República, no se presentan en estas estadísticas, lo cual puede ser causa de su bajo volumen de negociación.

Las características de los títulos que se encuentran en circulación en el mercado chileno las podemos encontrar en el cuadro 4.9, en donde vemos además, cual es el peso que tiene cada uno de los títulos en el volumen total en circulación.

4.3.4. Emisiones públicas externas⁷⁷

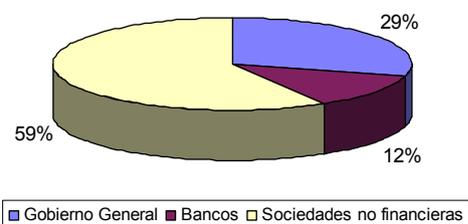
El Gobierno de Chile emite en el mercado externo los Bonos Globales de la República de Chile. Estos títulos están emitidos en dólares estadounidenses. La mayoría de los bonos globales se emiten con intereses fijos y la amortización se paga en una sola cuota al vencimiento, salvo el Chile08, cuya tasa cupón es variable, referenciada a la tasa Libor. Los plazos de vencimiento oscilan entre los cinco y diez años. Las emisiones de bonos globales representan un 11,8% del total de emisiones públicas en Chile, como se puede observar en el cuadro 4.10.

Cuadro 4.10. Características de los bonos públicos externos en Chile

| Organismo Emisor | Nombre | Moneda de emisión | Tasa Cupón | Pago de cupón | Vencimiento | Amortización | Stock | Mercado Secundario |
|------------------|------------------------|-------------------|------------|---------------|-------------|--------------|-------|--------------------------|
| Tesorería | Global 07, 09, 12 y 13 | USD | Fija | Semestral | 5 a 10 años | Al vto. | 16,5% | Mercados Internacionales |
| | Global 08 | | Variable | | 4 años | | 3,5% | |

Si bien no existe gran cantidad de títulos en circulación, el volumen de cada uno de los bonos emitidos en el mercado externo es muy importante. De todas formas, al igual que en el caso de los títulos emitidos en el mercado interno, el sector privado supera ampliamente a las emisiones públicas, como se puede observar en el Gráfico 4.12.

Gráfico 4.12. Deuda externa bruta por tipo de emisor



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda, 2006

⁷⁶ Esta situación se explicará más adelante cuando se describa el mercado secundario de los títulos privados

⁷⁷ Las emisiones internacionales se presentan en el Cuadro 4.7., conjuntamente con las emisiones públicas internas.

Cuadro 4.10. Principales características de las emisiones públicas en Chile

| Organismo Emisor | Nombre | | Proceso de emisión | Frecuencia de emisión | Moneda de emisión | Tasa Cupón | Pago de cupón | Vencimiento | Amortización | Stock | Mercado Secundario |
|------------------------------------|--------|--------------------|---------------------------------------|-----------------------|-------------------|-----------------------|---------------|-----------------|------------------|--------|--------------------------------------|
| Banco de Chile | IIF | PDBC | Oferta pública o venta por ventanilla | Semanal | Pesos | Al descuento | | 1 a 12 meses | | 20,34% | Bolsa de Santiago Mercados OTC |
| | | PRBC | | | UF | | | 3 a 12 meses | | - | |
| Banco de Chile | IRF | PTF | Oferta pública o venta por ventanilla | Mensual | UF | Variable | Semestral | 1 a 15 años | Cuotas parciales | - | |
| | | PRC | | Mensual | UF | Fija | Semestral | 8 a 20 años | | 0,72% | |
| | | PRD | | Mensual | USD ^a | Fija | Semestral | 2 a 4 años | - | | |
| | | PCX | Canje PRD | No programada | USD ^b | Fija | Semestral | 2 a 4 años | Cuotas parciales | - | |
| Banco de Chile | IRF | BCP | Oferta pública o venta por ventanilla | No programada | Pesos | Fija | Semestral | 2 a 10 años | Cuotas parciales | 18,52% | |
| | | BCU | | | UF | Fija | Semestral | 5 a 10 años | Cuotas parciales | 19,5% | |
| | | BCD | | | USD ^a | Fija | Semestral | 2 a 5 años | Cuotas parciales | - | |
| | | BCX | Canje BPC | No programada | USD ^b | Fija | Semestral | 5 a 20 años | Cuotas parciales | - | |
| | | CERO | Canje PRC | No programada | UF, | Fija | Cupón Cero | 2 a 4 años | Al vto. | 7,97% | |
| | | XERO | Canje PRD | | USD ^c | | | | | - | |
| Tesorería de la República de Chile | IRF | PRT | Oferta pública o venta por ventanilla | No programada | UF | Al dcto. o cupón cero | Semestral | | Al vto. | - | |
| | | BTU | | | UF | Fija | Semestral | 10 y 20 años | Al vto. | 12,09% | |
| | | CORA | Colocación directa ^d | | Pesos | Fija | Anual | 5, 25 y 30 años | Cuotas Parciales | - | |
| INAP | IRF | Bonos de Reconoc. | Colocación directa ^e | No programadas | Pesos | Fija | Anual | 5 años | Al Vto. | - | |
| Empresas Públicas ^d | IRF | Bonos Semipúblicos | | No programadas | Pesos, UF o USD | Fija o Variable | | | | - | |

^a Liquidan intereses y capital en Pesos. ^b Liquidan intereses y capital en Dólares. ^c Todas las emisiones en circulación corresponden a CERO emitidos en UF. ^d Adjudicación a propietarios de los predios expropiados. ^e Para los bonos semipúblicos y de reconocimiento, no se presentan el volumen en circulación, lo que no quiere decir que no existan títulos emitidos por empresas públicas.

4.3.5. Emisiones privadas

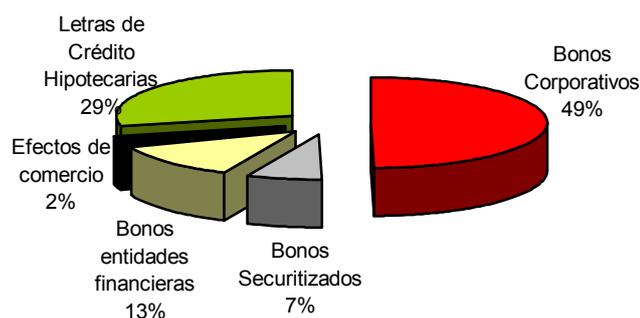
Las entidades que pueden emitir títulos de renta fija en el mercado son sociedades anónimas, fondos mutuos, fondos de inversión, bancos y sociedades financieras y sociedades securitizadoras. El mercado de deuda privada también se puede dividir en instrumentos de intermediación financiera, en donde encontramos los efectos de comercio, y los bonos privados que se compone de: los bonos corporativos, los bonos bancarios, los bonos de leasing, los bonos securitizados y las letras de crédito hipotecario.

Los bonos son emitidos por sociedades anónimas abiertas, en general se emiten para financiar proyectos de inversión. Las emisiones se realizan en Pesos Chilenos, en Unidades de Fomento u otra unidad autorizada en el Banco Central de Chile. La mayoría son emisiones a plazos superiores al año y amortizan en cuotas conjuntamente con los cupones. Las distribución dentro del mercado dependiendo de su volumen en circulación se puede observar en el gráfico 4.13, y un resumen de las distintas características de los títulos de renta fija privados que se emiten en el mercado chileno se pueden observar en el cuadro 4.9. y que se encuentra al final de esta sección.

EFFECTOS DE COMERCIO

Los efectos de comercio son títulos que se emiten con plazos máximos de tres años, si bien la mayoría de las emisiones se concentran en los dos años. Estos títulos pueden emitirse al descuento o con pago de cupones, y sus emisores se dividen en corporativos, entidades financieras y empresas de *factoring*. Estas últimas empresas son las propietarias de la mayoría de los títulos que circulan en el mercado.

Gráfico 4.13. Participación de los diferentes títulos en el mercado privado



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Bolsa de Comercio de Santiago

BONOS CORPORATIVOS

Los bonos corporativos o *debentures* son títulos emitidos por las empresas privadas. Actualmente el plazo de vencimiento va desde los tres a los treinta años. La unidad de emisión en su mayoría es la Unidad de Fomento, representando el 98% del total de bonos corporativos

en el mercado, además de ser estos títulos los que se emiten a más largo plazo, entre cinco y treinta años. Las emisiones en dólares se emiten con plazos de vencimiento entre cinco y diez años, y las emisiones en pesos son las de más corto plazo, entre los tres y los seis años. Los cupones de los bonos corporativos, en general, son fijos y la amortización normalmente es semestral, aunque también se pueden realizar en forma trimestral o mensual.

BONOS BANCARIOS

Son emitidos por los Bancos y Sociedades Financieras para financiar la renegociación de colocaciones vencidas y también para permitir el financiamiento normal de la institución financiera. El plazo de emisión debe ser superior a un año. Los bonos bancarios pueden ser emitidos en moneda local, externa o en unidades de fomento. En la actualidad la mayoría de las emisiones se realizan en UF, con lo cual el capital se reajusta por la variación del Índice de Precios del Consumidor. La tasa cupón puede ser fija o variable, y amortizan el capital al vencimiento.

BONOS LEASING

Estos instrumentos son emitidos por compañías de leasing, con el objeto de financiar el giro de sus negocios. Son emisiones en Unidades de Fomento, y los plazos de vencimiento son superiores a un año. Se emiten con tasas fijas o variables, y amortizan el capital íntegramente al vencimiento.

BONOS SECURITIZADOS

Estos bonos surgen de la titulización de créditos de diversos tipos. Actualmente se emiten a plazos que oscilan entre uno y veintiséis años, en su mayoría en Unidades de Fomento, aunque las emisiones en pesos tienen un volumen también importante⁷⁸. Las emisiones de títulos securitizados en su mayoría pagan cupones fijos, y devuelven el capital en cuotas parciales.

LETRAS DE CRÉDITO HIPOTECARIO (LH)

Estos instrumentos llamados comúnmente letras hipotecarias son emitidos por empresas bancarias, sociedades financieras y aquellas cooperativas de ahorro y crédito fiscalizadas y controladas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. El objetivo de la emisión de las LH es buscar financiamiento para la adquisición, construcción o ampliación de viviendas por parte de los usuarios finales de tales inmuebles. El plazo de emisión de estos títulos no puede ser inferior a un año. La tasa de interés puede ser fija o variable, determinada libremente por el emisor. Sin embargo si es flotante debe estar vinculada a la Tasa de Interés

⁷⁸ Según la SVS, el 63% del total emitido se encuentre en unidades de fomento, el resto en pesos chilenos.

Promedio (TIP) para operaciones reajustables entre 90 y 365 días que periódicamente pública el Banco Central de Chile, o la tasa prime o Libor.

La amortización del capital puede ser ordinaria, ya sea directa o indirecta, o en forma extraordinaria. La amortización ordinaria directa es aquella en que, periódicamente, el emisor paga parte del capital y de los intereses convenidos, cuyos valores se expresan en el respectivo cupón. La amortización ordinaria indirecta es aquella que se efectúa mediante compra o rescate de letras, por un valor nominal igual al fondo de amortización correspondiente al período respectivo. La amortización extraordinaria consiste en retirar de la circulación las LH por compra, rescate o sorteo a la par. La amortización extraordinaria se produce también cuando el deudor paga anticipadamente el todo o parte de su deuda mediante la entrega de letras de crédito. El Ministerio de la Vivienda y Urbanismo también actúa como emisor de estos títulos exclusivamente para posibilitar la construcción de viviendas.

MERCADO SECUNDARIO

En Chile las operaciones de los títulos de renta fija privados se realizan en la Bolsa Electrónica de Chile y en la Bolsa de Comercio de Santiago, esta última es la que concentra el mayor número de negociaciones, más del 99% de las transacciones. Una de las explicaciones de la mayor proporción de las negociaciones en bolsa es los requerimientos que les impone el gobierno a los fondos de pensión de tener que llevar a cabo sus transacciones en el mercado formal. Por otro lado, la liquidez de los mercados bursátiles chilenos es muy elevada, lo que impide la formación de otros mercados alternativos (Lazen, V., 2005). En el cuadro 4.11 podemos observar un resumen de las principales características de los títulos privados en Chile.

4.3.6. Conclusión

El mercado de renta fija chileno es un mercado atípico en relación a otros países latinoamericanos. En primer lugar, las emisiones de los títulos por parte del sector privado representan una proporción muy importante dentro del mercado de renta fija, el 60% del total de emisiones de renta fija. Sin embargo, en cuanto al volumen de negociación, si predominan los títulos públicos, más específicamente los títulos emitidos por el Banco Central de Chile.

Las emisiones de bonos corporativos representan un 36% del total de títulos de renta fija emitidos en el mercado chileno, característica que resaltamos ya que en los países desarrollados en los últimos años se ha producido un gran aumento de los títulos de renta fija privados, pero éste aumento se produce principalmente en el segmento de emisiones de entidades financieras. Otra cuestión a tener en cuenta es la cantidad de títulos de deuda privada que se negocian en mercados organizados, principalmente en la Bolsa de Comercio de Santiago. Los títulos de renta fija que emite el sector privado se negocian en mayor medida en los mercados organizados, lo cual no sucede con los títulos públicos, ya que la mayoría de ellos se negocian en los mercados denominados OTC.

Cuadro 4.11. Principales características de las emisiones privadas en Chile

| Organismo Emisor | Nombre | | Organismo Emisor | Moneda de emisión | Tasa Cupón | Vto. | Amortización | Mercado Secundario |
|-------------------------------------|----------------|--------------------------------|--|---------------------|------------------------------|--------------|------------------|-------------------------------|
| Bancos e Instituciones financieras | IIF | Efectos de comercio | Corporaciones, empresas de factoring y entidades financieras | Pesos | Al descuento o cupones fijos | 1 a 36 meses | Al vencimiento | Bolsa de Comercio de Santiago |
| Empresas no financieras | Bonos Privados | Bonos Corporativos | Corporaciones | UF | Fija | 3 a 30 años | Cuotas parciales | |
| | | Bonos Bancarios | Bancos y Sociedades Financieras | Pesos, UF o dólares | Fija o Variable | ≥ a 1 año | Al vencimiento | |
| Compañías de Leasing | | Bonos Leasing | Compañías de Leasing | UF | Fija o Variable | ≥ a 1 año | Al vencimiento | |
| | | Bonos Securitizados | Entidades financieras | UF o Pesos | Fija | 1 a 26 años | Cuotas parciales | |
| Banco, Sociedades Financieras, etc. | | Letras de Crédito hipotecarias | Banco, Sociedades Financieras, etc. | UF, Pesos o Dólares | Fija o Variable | ≥ a 1 año | Cuotas parciales | |

Entrando en las características propias de los títulos, podemos observar que en Junio del 2006 existen pocos títulos con cupón variable, tanto los títulos privados como públicos se emiten en su mayoría con cupón fijo. A pesar de ello, existen muchas emisiones que ajustan el capital por la tasa de inflación.

El 66% de los títulos emitidos por el Banco de Chile y la Tesorería de la República en el mercado interno, están emitidos en pesos chilenos, lo cual se debe al alto porcentaje dentro del volumen de títulos que representan los Bonos de Reconocimiento. Aproximadamente el 22% de los títulos públicos que están emitidos en unidades de fomento (PRC, BCU, CERO y BTU). El 12% restante se encuentra emitido en dólares estadounidenses, que corresponden a los bonos denominados Globales. A pesar de que los Pagares Reajustables de la Tesorería (PRT) y los bonos CORA, permanecen en circulación, no se incluyen en este análisis debido al pequeño volumen que registran en relación al resto de las emisiones públicas.

En cuanto al plazo de vencimiento, se puede observar que la mayoría de los títulos públicos se emiten a medio plazo, es decir, con vencimientos entre uno y diez años. Una de las razones es porque entre estos plazos se ubican las emisiones de Bonos de Reconocimiento, cuyo volumen en circulación es del 46%. Además están los Bonos de Banco Central, BCP y BCU; y los bonos globales. Le siguen los títulos emitidos a plazos menores de un año, con aproximadamente un 15% del total de títulos públicos en circulación correspondiente a las emisiones de PDBC y CERO en unidades de fomento. Con aproximadamente el 7% se encuentran los BTU y los PRC cuyas emisiones tienen vencimientos entre los diez y veinte años.

Los títulos privados se caracterizan por ser emisiones a medio y largo plazo, si bien se realizan emisiones a menos de un año, no son las que más predominan. Por otro lado, las emisiones de

títulos privados en su mayoría se emiten en Unidades de Fomento, siguiendo en orden de importancia las emisiones en dólares estadounidenses.

4.4. El mercado de renta fija de México

4.4.1. Introducción

El mercado de renta fija de México es uno de los más grandes de Latinoamérica, ocupa la segunda posición en términos de títulos en circulación en el mercado de renta fija, luego de Brasil (BIS, 2006).

México fue el primer país de la región en la década de los '90 en experimentar una gran crisis financiera denominada crisis del Tequila. La crisis mexicana comenzó a principios del año 1994, período en el que se registraron fuertes salidas de capitales y presiones sobre el tipo de cambio. Hasta la llegada de la crisis, el gobierno mexicano mantenía un régimen de tipo de cambio cuasi-fijo, es decir, que se permitía que el tipo de cambio fluctuase entre determinadas bandas. Las causas de la crisis del Tequila se pueden observar tanto desde el punto de vista político como económico.

Al evaluar la estructura de la deuda pública, se observa la fuerte dependencia del financiamiento público a la emisión de los títulos denominados o indexados al dólar, y la gran cantidad de emisiones a corto plazo. Esta situación, además de otros hechos que sucedieron tanto en el plano político como económico que exceden este trabajo, produjo incertidumbre entre los inversionistas, y la creciente desconfianza de la capacidad del gobierno mexicano de hacer frente al pago de sus obligaciones. Durante todo el año, los inversionistas se mostraban reticentes a renovar sus obligaciones en pesos, optando por títulos en dólares y a corto plazo (BIS, 2006). En diciembre de 1994 cae el régimen de tipo de cambio cuasi-fijo, lo cual produjo una fuerte depreciación de la moneda local, por lo cual, los acreedores exigieron el reembolso de un gran volumen de deuda, sin que el país caiga en *default*. Sin embargo, a principios de 1995, se produjo una fuerte crisis bancaria

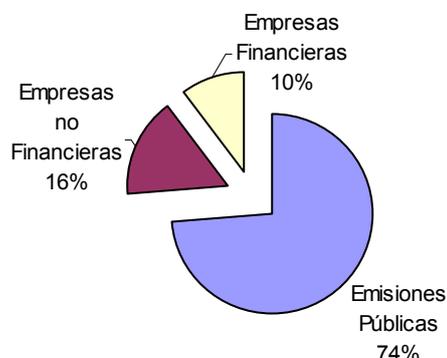
Luego de la crisis, el gobierno de México se planteó cambiar la gestión de la deuda pública, con el objetivo de disminuir la vulnerabilidad financiera del país (Jeanneau y Pérez Verdía, 2005). Para ello, intentó emitir deuda pública en moneda local, a medio y largo plazo, y con tasas fijas⁷⁹. La última muestra de que está logrando este objetivo fue la emisión en octubre del 2006 de un bono a treinta años, en pesos mexicanos y a tasa fija. Este bono tuvo una muy buena aceptación en el mercado ya que, en la primera subasta la demanda de este bono superó seis veces la cantidad ofrecida por el gobierno⁸⁰. En la actualidad, la distribución de los títulos por emisor se puede observar en el Gráfico 4.14. El 74% de las emisiones en circulación de títulos de renta fija en el mercado para junio del 2006 las realiza el gobierno. El 26%

⁷⁹ La emisión de títulos de deuda a corto plazo, en moneda externa y con tasas variables se asocia con una elevada vulnerabilidad financiera del país ante shocks internos y externos, FMI, 2004 Sovereign debt Structure.

⁸⁰ Comunicado de Prensa, Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Gobierno de México. Octubre 2006.

restante se reparten entre emisiones de empresas no financieras (16%), denominada deuda corporativa, y emisiones de instituciones financieras denominada deuda bancaria (10%).

Gráfico 4.14. Volumen de títulos de deuda en circulación por tipo de emisor



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2006

4.4.2. Organismos reguladores y participantes del mercado de renta fija

Los organismos reguladores del sistema financieros de México son: la Secretaria de Hacienda y Crédito Público (SHCP), la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), el Banco de México, la Comisión Nacional de Seguros y Finanzas (CNSF), la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) y la Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de los Servicios Financieros. En este apartado se describen las tres primeras instituciones, ya que son las que están directamente relacionadas con el mercado de renta fija de México. Además se describen otras instituciones del sistema financiero mexicano como los mercados secundarios, las instituciones de custodia y liquidación de los títulos de renta fija y las entidades financieras que participan directamente en el mercado de renta fija.

SECRETARIA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO (SHCP)

La SHCP es un organismo dependiente del poder ejecutivo nacional. A grandes rasgos se encarga de planear y delinear todo el sistema financiero mexicano. De esta manera determina los criterios generales normativos y de control aplicables a las instituciones que participan en el mercado de valores y propone políticas de orientación y regulación de las entidades financieras que concurren en dicho mercado. Además se encarga de otorgar o revocar concesiones o autorizaciones para la constitución y operación de bolsas de valores, instituciones para el depósito de valores y casas de bolsa. Como parte de la Secretaria de Hacienda y Crédito Público se encuentra la Unidad de Crédito. Una de las funciones de la misma es emitir títulos de la deuda pública del Gobierno Federal, además de autorizar y registrar el endeudamiento de las entidades de la Administración Pública Federal.

COMISIÓN NACIONAL BANCARIA Y DE VALORES (CNBV)

La CNBV es un organismo que forma parte de la SHCP, aunque tiene autonomía técnica y facultades ejecutivas que se detallan en la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores⁸¹. A grandes rasgos, el objetivo de la CNBV es supervisar y regular las actividades que se realizan en el mercado de valores, regula la operación de las bolsas de valores, el desempeño de los intermediarios bursátiles y el depósito central de valores.

BANCO DE MÉXICO (BANXICO)

El Banco de México, el banco central de este país, es una entidad autónoma cuyo principal objetivo es emitir la moneda nacional, procurando la estabilidad del poder adquisitivo de la misma. En cuanto a la regulación del sistema financiero, el Banco de México realiza un seguimiento permanente de las instituciones que lo integran, promueve reformas a la legislación vigente y, en el ámbito de su competencia, emite regulaciones.

MERCADO SECUNDARIO DE TÍTULOS DE RENTA FIJA

Bolsa Mexicana de Valores (BMV) es el ámbito de negociación de valores más importante de México. La BMV provee la tecnología, los sistemas y las reglas bajo las cuales funciona el mercado de valores mexicano. En ella se registran y negocian acciones, certificados de participación, títulos de deuda y títulos opcionales. El sistema de negociación electrónica que funciona en la BMV se denomina Sistema Electrónico de Negociación, Transacción, Registro y Asignación (BMV-SENTRA).

Dentro de la BMV funciona el Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC). Los títulos que cotizan por medio de este sistema son valores que no fueron objeto de oferta pública en México, que no se encuentran inscritos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores, y que se encuentran listados en mercados de valores extranjeros que han sido reconocidos por parte de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) o cuyos emisores sean emisores extranjeros reconocidos por la CNBV. En 1998 la BMV creó los Servicios de Integración Financiera (SIF) para operar y administrar sistemas de negociación de títulos del mercado de deuda. Brinda servicios de corretaje electrónico y telefónico a los intermediarios del mercado de títulos de deuda (casas de bolsa y bancos domiciliados en territorio nacional).

INSTITUCIONES DE CUSTODIA Y LIQUIDACION DE TITULOS DE RENTA FIJA

SD Indeval es una institución encargada de hacer las transferencias, compensaciones y liquidaciones de todos los valores involucrados en las operaciones que se realizan en la Bolsa Mexicana de Valores. Es una empresa privada que opera con la concesión de las autoridades

⁸¹ El congreso de la Unión aprobó en diciembre de 1995 la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, consolidando en un solo órgano desconcentrado las funciones que correspondían a la Comisión Nacional Bancaria y a la Comisión Nacional de Valores.

financieras del país, y está regulada por la Ley del Mercado de Valores. Es la única empresa en México autorizada para operar como depósito de valores.

OTROS PARTICIPANTES DEL MERCADO DE RENTA FIJA

a. Inversionista Institucional

Los Inversionistas Institucionales son instituciones con alta capacidad de inversión. Dentro de ellas se encuentran las instituciones de seguros, fianzas, sociedades de inversión, fondos de pensiones, así como a los demás Inversionistas Institucionales que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público autorice expresamente. Los inversionistas institucionales más importantes que actúan en el mercado de títulos de deuda públicos mexicano son: las Administradoras de Fondos de Retiro (Afores) y las Sociedades de Inversión de Deuda.

b. Especialistas financieros

Dentro de esta categoría se encuentran las Casas de Bolsa y los Especialistas Bursátiles. Estas entidades son sociedades anónimas que realizan operaciones de intermediación, así como de administración de carteras de valores propiedad de terceros. Estas sociedades están reguladas por la Ley del Mercado de Valores (LMV) y pueden realizar las operaciones establecidas en el artículo 22 de dicha Ley.

4.4.3. Emisiones públicas internas

Las entidades que emiten deuda pública son: el Banco de México, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), el Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB), los Estados y Municipios, y las Empresas Paraestatales⁸².

4.4.3.1. Emisiones del Banco de México

El Banco de México emite solo un tipo de bono, denominados Bonos de Regulación Monetaria (BREMs), con el objetivo de regular la liquidez en el mercado de dinero y, de esta forma conducir la política monetaria. Estos títulos se emiten con frecuencia semanal, en pesos mexicanos y a plazos múltiples de veintiocho días. En la actualidad los vencimientos de los BREMs oscilan entre uno y cinco años. Los BREMS pagan una tasa cupón variable, que se encuentra vinculada a la Tasa Ponderada de Fondeo Bancario revisable cada 28 días⁸³, y los cupones se pagan de forma mensual. Por otra parte, el capital se paga íntegramente al vencimiento.

⁸² Las empresas paraestatales son aquellas entidades que operan como si fueran empresas del sector privado, pero que son controladas por el gobierno.

⁸³ Esta tasa se determina diariamente como un promedio ponderado de las operaciones que realizan los bancos en el mercado interbancario.

4.4.3.2. Emisiones de la Secretaria de Hacienda y Crédito Público

Los títulos que emite el Gobierno Mexicano a través de la Secretaria de Hacienda y Crédito Público (SHCP) son: los Certificados de Tesorería (CETES) y los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal, que debido a sus diferentes características se dividen en BONDES, BONOS M y UDIBONOS.

CERTIFICADOS DE TESORERÍA (CETES)

Los CETES son los títulos más antiguos que existen en el mercado de dinero de México. Comenzaron a emitirse en 1978 y, por mucho tiempo, fueron los instrumentos líderes del mercado (Bancomer, 2004). Los CETES son los títulos que por su flexibilidad y liquidez se consideran de menor riesgo, y su tasa de rendimiento se toma como referencia para la emisión de otros títulos. Los CETES se emiten al descuento, en moneda local y con vencimientos que oscilan entre veintiocho días y un año. Los CETES a plazos de 28, 91 y 182 días se colocan en forma semanal. Los certificados que se emiten a 364 días se colocan en forma mensual.

BONOS DE DESARROLLO DEL GOBIERNO FEDERAL (BONDES)

Existen dos emisiones de BONDES: los BONDES182, que son Bonos de Desarrollo ajustados por la tasa de inflación, y los BONDES D, que se emiten a tasa flotante pero sin ajuste por inflación. Los BONDES182 se emiten con frecuencia semestral. Son bonos a tasa variable, emitidos con plazos menores a cinco años en moneda local. La denominación de estos bonos se debe a que el plazo de emisión debe ser múltiplo de 182 días. Los BONDES182 pagan cupones semestrales, y el capital se devuelve íntegramente al vencimiento. Además estos títulos se emiten con protección contra la inflación, pagando una tasa cupón que se compone de dos elementos: una tasa de referencia y un margen que ajusta la tasa de interés que paga el bono a la inflación de la economía mexicana, denominado Protección Contra la Inflación.

La tasa de referencia es la tasa de rendimiento de los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES) emitidos a 182 días⁸⁴. La Protección contra la Inflación surge de la diferencia, en el caso que esta sea positiva, entre el aumento porcentual de las Unidades de Inversión (UDI) durante cada periodo de intereses, y la tasa de los CETES a 182 días anteriormente mencionada. La Unidad de Inversión es una unidad de cuenta de valor real constante. La variación porcentual del valor de la UDI es igual a la variación del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de la quincena anterior a la fecha que estemos considerando. Esta medida es publicada por el Banco de México de forma quincenal.

Los BONDES D se emitieron a partir del 2006, con plazos entre uno y cinco años. La tasa cupón se calcula en base a la Tasa Ponderada de Fondeo Bancario, y los cupones se pagan mensualmente. Los BONDES D amortizan el capital íntegramente al vencimiento, y se emiten con periodicidad mensual.

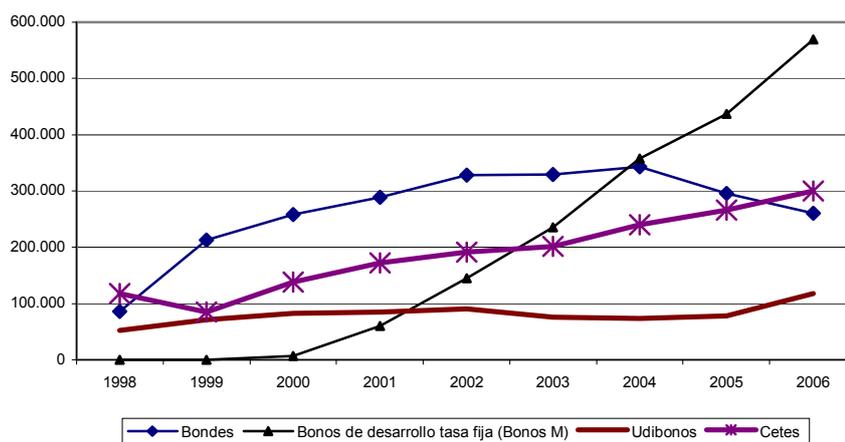
⁸⁴ En aquellos casos en los que no se colocaran CETES a dicho plazo, esta tasa se sustituye por la tasa de los CETES al plazo más cercano a los 182 días.

BONOS DE DESARROLLO DEL GOBIERNO FEDERAL CON TASA DE INTERÉS FIJA (BONOS M's)

Los BONOS M's son títulos que comenzaron a emitirse a partir de mayo del 2001. Si bien comparten muchas de las características de los BONDES D, una diferencia importante es que pagan cupones fijos. Los BONOS M's forman parte de la estrategia del Gobierno mexicano para disminuir la vulnerabilidad financiera de este país a través de la emisión de títulos en moneda local, a tasa fija y a medio y largo plazo, sin ningún tipo de actualización del capital. Los BONOS M's se emiten a tres, cinco, siete, diez, veinte y treinta años⁸⁵ lo que se puede observar en su denominación, por ejemplo los títulos emitidos a tres años se denominan BONOS M3. El gobierno coloca estos títulos por medio de subastas con frecuencia mensual. Los intereses se pagan semestralmente y amortizan el capital íntegramente al vencimiento.

La evolución que han tenido estos bonos en el mercado mejicano se puede observar en el gráfico 4.15, el cual nos muestra que el único caso en el que se observa un crecimiento constante en cuanto al volumen en circulación es el de los bonos a tasa fija en moneda doméstica, (Bonos M), lo que no se observa con los títulos restantes, y en algunos casos como los Bondes, la tendencia es inversa.

Gráfico 4.15. Evolución de los títulos emitidos por el Gobierno y el Banco Central



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de México

El aumento de las emisiones a medio plazo, tasa fija y moneda local, como es el caso de los Bonos M, se debe al esfuerzo que está realizando el gobierno de México para disminuir la vulnerabilidad financiera de ese país. Además de lograr emitir títulos con estas características, a partir del 2003 comenzó alargar los plazos de vencimiento de estos títulos. El mayor volumen de Bonos M se encuentran en el medio plazo, ya que en promedio el vencimiento de los Bonos M es de seis años. Sin embargo, existen emisiones de estos Bonos M hasta los veinte años. Los BONOS M's a tasa fija son los títulos con mayor volumen en circulación en el mercado, como se puede observar en el Cuadro 4.10. que se encuentra al final de este apartado. Estos títulos representan el 31% del total en circulación en el mercado interno de instrumentos emitidos por entidades gubernamentales.

⁸⁵ Los BONOS M a treinta años se emitieron en el mercado en octubre del 2006.

BONOS DE DESARROLLO DEL GOBIERNO FEDERAL DENOMINADOS EN UNIDADES DE INVERSIÓN (UDIBONOS).

Los UDIBONOS son Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal denominados en Unidades de Inversión (UDIs). Las UDI es una unidad de cuenta cuya variación porcentual corresponde a la variación del Índice de Precios de Consumidor, es decir que estos el nominal de estos títulos se actualiza por la tasa de inflación de la economía. Los UDIBONOS fueron los títulos que reemplazaron a los Ajustabonos, los primeros títulos en ofrecer un rendimiento que protegía al tenedor de variaciones de la tasa de inflación. Estos bonos se colocan a medio plazo, pero siempre tienen que ser múltiplos de 182 días. Actualmente existen UDIBONOS que se emitieron a tres, cinco y diez años, colocados mediante subastas semanales. Los intereses son fijos y se pagan cada seis meses. La amortización se paga íntegramente al vencimiento. Cuando se liquidan los intereses y la amortización, se realiza la conversión de las UDIs a pesos mexicanos al valor vigente que presenta el día en que se hace el pago.

4.4.3.3. Emisiones del Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB)

El IPAB es un organismo descentralizado de la Administración Pública Federal que tiene como objetivos principales establecer un sistema de protección al ahorro bancario, concluir los procesos de saneamiento de instituciones bancarias, etc. La emisión de títulos por parte del IPAB se realiza para canjear o refinanciar obligaciones de este organismo y/o aumentar la liquidez de los títulos que se encuentran en el mercado. Las primeras emisiones se realizaron en el año 2000. El IPAB emite tres tipos de títulos: los BPA's, los BPAT's y los BPA182. Los tres títulos se emiten con plazos de tres, cinco y siete años, y el capital se paga al vencimiento.

Los BPA's pagan la tasa de interés más alta que surge de la comparación de la tasa de interés de las CETES emitidas a 28 días y la tasa bruta para Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento (PRLV)⁸⁶ a 28 días. El cupón se paga mensualmente y se colocan en forma semanal. Los BPAT's se emiten semanalmente, pagan el interés que surge de las subastas de los CETES a 91 días, y el pago se realiza en forma trimestral. Para el caso de los BPA182, el interés aplicable es el que surge de las subastas de los CETES a 182 días, y se pagan en forma semestral. El IPAB emite los BPA182 cada dos semanas.

4.4.3.4. Emisiones de los Estados y Municipios, y Empresas Paraestatales

Los Estados y Municipios y las empresas Paraestatales emiten títulos denominados Certificados Bursátiles (CBs), cuyas características son iguales a los Certificados Bursátiles emitidos por el sector privado que se describen en el apartado dedicado a las emisiones privadas. Estos títulos se emiten a medio y largo plazo, emitidos en moneda doméstica. Los CBs de Estados y Municipios se emiten tanto en pesos mexicanos como en unidades de inversión. Las emisiones en moneda local se emiten con tasa flotante. Los plazos de emisión

⁸⁶ Los PRLV son pagarés emitidos por instituciones privadas en el mercado de renta fija. .

oscilan entre los cinco y los treinta años. Las empresas paraestatales son empresas que operan como si fueran empresas del sector privado, pero que son controladas por el gobierno. Estas empresas emiten CBs con plazos que oscilan entre los dos y los veinte años en pesos mexicanos. En su mayoría se emiten con tasa flotante aunque también existen en el mercado emisiones cupón cero y con tasas fijas. Además, las empresas paraestatales emiten los Pagarés de Indemnización Carretera (PIC) que son títulos a largo plazo denominados en UDIs. Si bien aun existen PIC en circulación, estos títulos a partir del 2003 dejaron de emitirse, siendo reemplazados por los Certificados Bursátiles de Indemnización Carretera Segregables (CBICs), que tienen las mismas características que los PICs, pero son susceptible de ser segregados.

4.4.3.5. Mercado primario

La forma de colocación de los títulos públicos se realiza mediante subasta de valores. Las instituciones que están autorizados a participar en las subastas públicas son: los Bancos, Casas de Bolsa, Compañías de Seguros, de Fianzas y Sociedades de Inversión. Luego, estas instituciones distribuyen los títulos adquiridos entre el público. Adicionalmente el Banco de México, que es el agente único de colocación y rescate de valores gubernamentales, puede autorizar a otras entidades a presentarse en las subastas públicas.

En cuanto al tipo de subasta, depende del instrumento que estemos hablando. En la actualidad todos los instrumentos emitidos por el Gobierno Federal se subastan a precio múltiple, es decir, la tasa asignada será la solicitada por el demandante en su postura, excepto BONOS M's que se colocan a tasa única. Los BREM'S se subastan a precios múltiples también, pero existe la opción por parte del Banco de México de realizar subastas iterativas, es decir, se van asignando los valores a la tasa marginal solicitada por los intermediarios hasta agotar el monto subastado. A diferencia de las subastas tradicionales, en las que los demandantes no tienen información del comportamiento del resto de los participantes hasta que se hacen públicos los resultados, en las subastas iterativas los demandantes tienen información de las tasas que van solicitando los inversionistas.

4.4.3.6. Mercado secundario

Los instrumentos emitidos por el gobierno, así como los títulos de deuda emitidos por empresas y bancos se negocian en el sistema BMV-SENTRA Títulos de Deuda. Este sistema fue creado por la Bolsa Mexicana de Valores en 1995. Dentro del mercado secundario operan los denominados "formadores de mercado", instituciones financieras asignadas por el Gobierno de México, que tienen como objetivo aumentar la liquidez y promover las inversiones en títulos de deuda pública. En el siguiente cuadro podemos observar un resumen de las características de los títulos públicos, como también el porcentaje que cada uno representa en el total del volumen en circulación.

Cuadro 4.12. Principales características de las emisiones públicas internas en México

| Organismo Emisor | Nombre | Proceso de emisión | Frecuencia de emisión | Moneda de emisión | Tasa Cupón | Pago de cupón | Vto. | Amortización | Stock ¹ | Mercado Secundario | |
|------------------------|---------|--------------------------------|--------------------------------|------------------------|-----------------|---------------------------------|-----------------|--------------|--------------------|---------------------------|--------|
| Banco de México | BREM | Subastas de valores o privadas | Semanal | Pesos mexicanos | Variable | Mensual | 1 a 5 años | Al vto. | 13,22% | Bolsa Mexicana de Valores | |
| Gobierno Federal | CETE | Subastas de valores o privadas | Semanal o Mensual | Pesos mexicanos | Al descuento | | 28 días a 1 año | | 16,18% | | |
| Gobierno Federal | BONDE | Subastas de valores o privadas | Semestral | Pesos mexicanos | Variable | Semestral | ≤ a 5 años | Al vto. | 10,54% | | |
| | | | Mensual | | Variable | Mensual | 1 a 5 años | | | | |
| | BONOS M | | Subastas de valores o privadas | Mensual | Pesos mexicanos | Fija | Semestral | 3 a 30 años | Al vto. | | 30,42% |
| | UDIBONO | | | Semanal | UDIs | Fija | Semestral | 3 a 10 años | | | 5,87% |
| IPAB | BPA | Subastas de valores o privadas | Semanal | Pesos mexicanos | Variable | Mensual | 3 a 7 años | Al vto. | | | |
| | BPAT | | Semanal | | | Trimestral | | | | | |
| | BPA182 | | Quincenal | | | Semestral | | | | | |
| Estados, Municipios | CB | | | Pesos mexicanos | Variable | Mensual, Trimestral y Semestral | 5 a 30 años | Al vto. | - | | |
| Empresas Paraestatales | CB | | | Pesos Mexicanos y UDIs | Variable | | 2 a 22 años | | - | | |

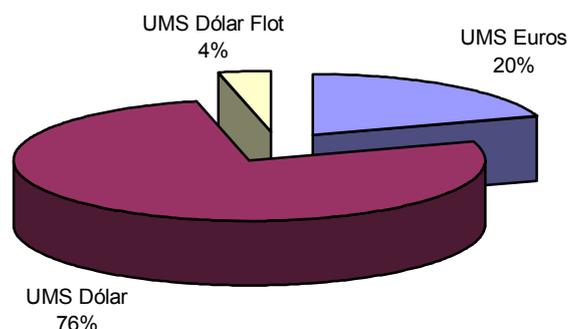
4.4.4. Emisiones públicas externas

En este apartado consideramos como emisiones públicas externas aquellas emisiones del Gobierno Federal en los mercados internacionales de capitales. Los bonos que se emiten en el mercado internacional se denominan Bonos Soberanos Mexicanos o *United Mexican States* (UMS). Dentro de estos títulos encontramos emisiones en dólares, euros, libras, libras italianas y marcos alemanes.

El Gobierno de México emite dos tipos de títulos en dólares estadounidenses: los *UMS Global* y las *Flotating Rate Notes* (FRN). Los *UMS Global* son los títulos emitidos con el mayor volumen en circulación, representan el 76% del total de títulos emitidos en el mercado internacional por parte del Gobierno de México, como se puede observar en el gráfico 4.16. Se emiten con vencimientos de cinco a treinta años, cupones fijos que se pagan semestralmente, y amortización al vencimiento.

Menos comunes que los *UMS Global* son las FRN. Actualmente existen dos tipos de FRN en el mercado, una de ellas emitida a diecisiete años y otra a siete años, y pagan cupones semestral y trimestralmente respectivamente. Los cupones se encuentran vinculados a la tasa Libor más una prima de riesgo, y el capital se amortiza en una única cuota al vencimiento. Los títulos emitidos en euros, libras italianas y marcos alemanes se denominan *UMS Euro*. Estos títulos pagan cupones fijos anuales o semestrales. Amortizan el capital al vencimiento, y el plazo de emisión varía entre los siete y veintisiete años. Un resumen de las características de los títulos públicos emitidos en los mercados internacionales se presenta a continuación.

Gráfico 4.16. Volumen en circulación en los mercados internacionales de títulos públicos



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banamex, 2006

En el cuadro 4.13 se realiza un resumen de las principales características de los títulos externos que emite en gobierno mexicano. Con este cuadro, se completan las emisiones públicas en circulación para mediados del 2006.

Cuadro 4.13. Principales características de las emisiones públicas externas en México

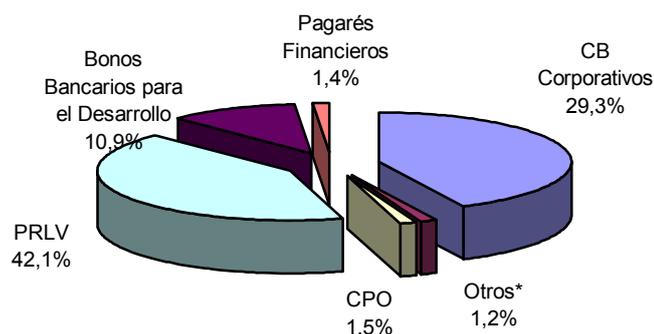
| Organismo Emisor | Nombre | Moneda de emisión | Tasa Cupón | Pago de cupón | Vto. | Stock | Amortización | Mercado Secundario |
|-------------------|------------|--------------------------|------------|------------------------|-------------|--------|--------------|--------------------------|
| Gobierno Nacional | UMS Global | Dólares | Fija | Semestral | 5 a 30 años | 17,43% | Al vto. | Mercados Internacionales |
| | FRN | Dólares | Variable | Semestral o Trimestral | 7 y 17 años | 0,8% | | |
| | UMS Euro | Euros o Monedas Europeas | Fija | Semestral o Anual | 7 a 27 años | 4,55% | | |

4.4.5. Emisiones privadas

En México, las emisiones privadas se dividen en aquellas que emiten las instituciones de crédito, que se denomina títulos de deuda bancaria y aquellos instrumentos que emiten las empresas privadas no financieras, denominados en el mercado mexicano títulos de deuda corporativa⁸⁷.

Las emisiones de las entidades financieras son los Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento (PRLV), los Certificados de Depósitos (CEDE), Certificados Bursátiles (CB), los Bonos Bancarios para el Desarrollo, los Certificados de Participación⁸⁸ y Aceptaciones Bancarias (AB). Dentro de las emisiones corporativas se encuentran los Pagarés Financieros, los Papeles Comerciales, los Certificados Bursátiles y las Obligaciones. A continuación se presenta un gráfico de la distribución de las emisiones en circulación por tipo de título, y al final de este apartado, un cuadro que resume las características de cada uno de ellos.

Gráfico 4.17. Volumen en circulación de los títulos de renta fija privados



*Incluye: Papeles Comerciales, Aceptaciones Bancarias, CPI y Obligaciones.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banamex Casa de Bolsa, 2006

⁸⁷ Esta división la obtuvimos de la Página de la CNBV, <http://www.cnbv.gob.mx/>

⁸⁸ Los Certificados de Participación pueden encontrarse también dentro de las emisiones corporativas.

4.4.5.1. Emisiones bancarias

PAGARÉS CON RENDIMIENTO LIQUIDABLE AL VENCIMIENTO (PRLVs)

Los PRLVs son títulos a corto plazo, con vencimientos que oscilan entre uno y doce meses. Son emisiones al descuento, en moneda local, y la colocación en el mercado puede ser por medio de oferta pública o privada. Son títulos poco líquidos ya que no cotizan en el mercado secundario.

BONOS BANCARIOS PARA EL DESARROLLO

Son títulos de largo plazo que emiten las instituciones de crédito con el objetivo de realizar programas crediticios. Los Bonos Bancarios se emiten con cupón variable, referenciado a la tasa que ofrecen distintos tipos de títulos tanto públicos como privados, como por ejemplo, las CETEs a tres meses, los PRLV, etc. más una prima adicional. Estos títulos pueden pagar los cupones en forma mensual, semestral o anual. Los Bonos Bancarios se emiten a plazos superiores a tres años.

CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Los Certificados de Participación surgen de un proceso de titulización de activos. Son títulos emitidos por una sociedad fiduciaria sobre bienes, valores o derechos que se afectan en un fideicomiso. Cuando el fideicomiso está constituido por bienes muebles se denominan Certificados de Participación Ordinarios (CPOs), y cuando está constituido por bienes inmuebles, se denominan Certificados de Participación Inmobiliarios (CPIs). Los intereses son variables o fijos, y se pagan de forma mensual, trimestral o semestral. El capital se devuelve íntegramente al vencimiento o en cuotas parciales. Los Certificados de Participación se emiten con plazos superiores a los tres años, y la forma de colocación se realiza por medio de oferta pública o privada.

ACEPTACIONES BANCARIAS (ABS)

Las ABS son letras de cambio giradas por empresas pequeñas y aceptadas por una institución de crédito a su propia orden, emitidas a corto plazo, con vencimientos entre siete días y seis meses. Son títulos emitidos al descuento y en moneda local. Se pueden emitir con cupones fijos, o variables, referenciado a la tasa de interés de las subastas de las CETEs para el mismo plazo o a la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE)⁸⁹. La colocación de estos instrumentos se realiza por medio de casas de bolsa o instituciones de crédito.

⁸⁹ La Tasa Interbancaria de Referencia la publica diariamente el Banco de México

4.4.5.2. Emisiones corporativas

Los títulos emitidos por las empresas no financieras suelen ser emisiones a corto plazo. Dentro de cada uno de estos títulos se pueden encontrar variantes dependiendo de la garantía que ofrezcan. A grandes rasgos, podemos dividir las emisiones corporativas en quirografarias y estructuradas. Aquellas emisiones que están garantizadas solo por el patrimonio del emisor se denominan quirografarias. Las emisiones estructuradas son aquellas que cuentan con una garantía específica. Dentro de ellas podemos encontrar las emisiones avaladas, afianzadas o con garantía fiduciaria. Las primeras se refieren a que presentan una garantía de una institución de crédito. Las emisiones afianzadas son aquellas que están avaladas por una fianza. Aquellas que se emiten con garantía fiduciaria están garantizadas con bienes muebles, inmuebles o valores, mediante un contrato de fideicomiso.

PAGARÉ FINANCIERO

Los Pagarés financieros son emisiones de sociedades anónimas, con vencimientos entre uno y tres años. Pagan intereses variables con frecuencia mensual o trimestral, y están emitidos en moneda local. Estos títulos pueden presentar garantía quirografaria o avalada.

PAPEL COMERCIAL

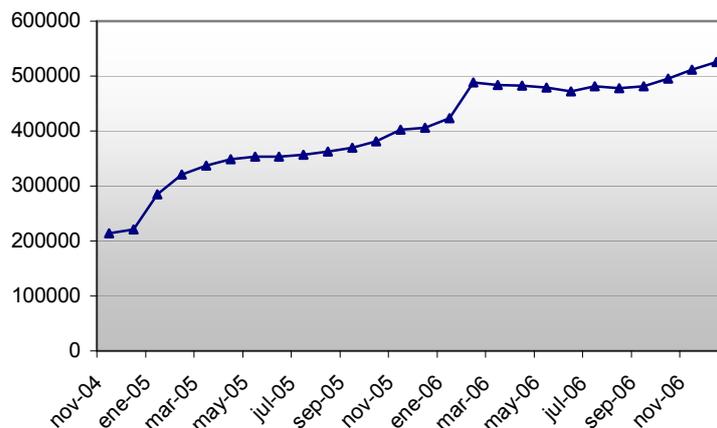
Son títulos emitidos por sociedades anónimas en forma de pagarés. Se emiten al descuento con plazos que oscilan entre los siete días y los dos años, en moneda nacional. La forma de colocación es mediante ofertas públicas. Estos títulos pueden estar indizados al tipo de cambio FIX⁹⁰, sin embargo, las empresas que emitan estos papeles deben tener cuentas por cobrar en dólares o generar flujos en moneda externa que le permita cumplir con estas obligaciones. Los Papeles comerciales pueden presentar garantía quirografaria, avalada o afianzada. Actualmente estos títulos no se encuentran en circulación en el mercado.

CERTIFICADOS BURSÁTILES CORPORATIVOS (CBs)

Los CBs son títulos relativamente nuevos, ya que las primeras emisiones se realizaron en el 2001. Los CBs tuvieron gran aceptación por parte del mercado gracias a la flexibilidad en el diseño. En la actualidad, los CBs son los títulos que cuentan con mayor participación en el mercado de renta fija privado. Desde su emisión hasta la actualidad han tenido una evolución muy importante como se puede observar en el gráfico 4.18.

⁹⁰ El FIX es el tipo de cambio calculado y publicado por el Banco de México para operaciones cambiarias en dólares americanos al por mayor.

Gráfico 4.18. Evolución de los montos en circulación de Certificados Bursátiles
(en millones de Pesos Mexicanos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banamex Casa de Bolsa, 2006

Estos títulos pueden ser emitidos por S.A., por entidades de la administración pública, municipios⁹¹, etc. Se consideran títulos de largo plazo, aunque las emisiones deban tener como vencimiento mínimo un año. Los intereses pueden ser fijos o variables, en este último caso, se pueden pagar de forma mensual, trimestral o semestral. Los títulos se amortizan periódicamente o al vencimiento del título. La forma de colocación en el mercado primario se realiza por medio de subastas públicas o privadas. La amortización del capital se paga en cuotas parciales o integra al vencimiento. Se emiten en pesos mexicanos o en Unidades de Inversión (UDIs).

OBLIGACIONES

Las Obligaciones son títulos de crédito que representan la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo constituido a cargo de la sociedad emisora. Se emiten a plazos mayores a tres años, pagando cupones periódicos. Pueden existir diferentes tipos de obligaciones: subordinadas, convertibles en acciones, con rendimientos capitalizables, colocaciones múltiples y vinculadas al Índice de Precios al Consumidor. Las obligaciones se emiten con cupones fijos o variables, y la garantía de las mismas pueden ser de tres tipos: quirografaria, avalada y fiduciaria.

MERCADO SECUNDARIO

Al igual que los títulos públicos, las emisiones privadas se registran y negocian dentro de la Bolsa Mexicana de Valores, por medio del sistema SD Indeval. Las características de todos los títulos privados que se encuentran en circulación se pueden observar a continuación.

⁹¹ Estos títulos los incluimos dentro de emisiones privadas por que de esa forma están clasificados por parte del Banco de México.

Cuadro 4.14. Principales características de las emisiones privadas en México

| Organismo Emisor | Nombre | | Proceso Emisor | Moneda de emisión | Tasa Cupón | Pago del cupón | Vt.o | Amortización | Mercado Secundario |
|------------------------------|-------------------------------|----------------|--------------------------|-------------------|-----------------|--------------------------------------|------------------|-----------------------------------|-------------------------------------|
| Instituciones financieras | PRLV | | Oferta pública o privada | Pesos Mexicanos | Al descuento | | 1 a 12 meses | | No cotizan en el mercado secundario |
| | CEDE | Moneda local | Oferta pública o privada | Pesos Mexicanos | Variable | Cupón cero o mensual | 1 a 12 meses | Al vencimiento | |
| | | Moneda externa | | Dólares o Euros | Variable | Al descuento, Trimestral o Semestral | 7 días a 5 años | Al vencimiento o cuotas parciales | |
| | Bonos Bancarios de Desarrollo | | Oferta pública o privada | Pesos Mexicanos | Variable | Mensual, Semestral o Anual | ≥ a 3 años | | |
| | Aceptaciones Bancarias | | Oferta privada | Pesos Mexicanos | Al descuento | | 7 días a 6 meses | | |
| Instituciones no financieras | Pagarés Financieros | | Oferta Pública | Pesos Mexicanos | Variable | Mensual o trimestral | 1 a 3 años | Al vencimiento o cuotas parciales | Bolsa Mexicana de Valores |
| | Papeles Comerciales | | | | Al descuento | | 7 días a 2 años | Pueden emitirse indizados | |
| | Certificados Bursátiles | | Oferta Pública o privada | Pesos o UDI | Fija o Variable | Cupón cero o cupones periódicos | ≥ a 1 años | Al vencimiento o cuotas parciales | |
| | Pagarés a MP | | | Pesos Mexicanos | Fija o Variable | Mensual, Trimestral o Semestral | 1 a 7 años | | |
| | Certificados de Participación | | Oferta Pública o privada | Pesos Mexicanos | Fija o Variable | Mensual, Trimestral o Semestral | ≥ a 3 años | | |
| | Obligaciones | | Oferta Pública o privada | Pesos Mexicanos | Fija o Variable | Cupones periódicos | ≥ a 3 años | | |

4.4.5. Conclusión

Comparando las emisiones públicas con las privadas, observamos que los títulos emitidos por el sector público representan un 74% del total en circulación, lo cual nos habla de la preponderancia de las emisiones públicas respecto las privadas.

A partir de la crisis del Tequila, el Gobierno mexicano tuvo un claro objetivo en relación a la gestión de su deuda pública: disminuir la vulnerabilidad financiera desarrollando el mercado interno de bonos. Este desarrollo tenía como punto de partida emitir deuda en moneda local y a tasa fija en el medio y largo plazo. Hasta octubre del 2006 las emisiones a tasa fija y en moneda local no superaban los veinte años. A partir de esta fecha, se comenzaron a emitir títulos a treinta años, con una muy buena aceptación de los inversionistas en el mercado.

En la actualidad los títulos emitidos en pesos mexicanos y a tasa fija denominados BONOS M's, representan aproximadamente el 30% del total de emisiones públicas en circulación en el mercado. El resto de los títulos se emiten con tasa variable, y los UDIBONOS que se emiten con cupón fijo, nominados en Unidades de Inversión, la cual es una unidad de cuenta que se actualiza por la tasa de inflación de la economía.

En cuanto a las emisiones privadas, se puede observar que las emisiones en de las empresas no financieras son mayores que las emisiones de las entidades financieras. Un punto destacable es que el mercado de títulos privados, si bien representa solo un 26% del total de títulos de renta fija en circulación, cuenta con una gran variedad en cuanto a las características que presentan los títulos privados.

Un ejemplo de ello son las emisiones de los Certificados Bursátiles, cuyo crecimiento a partir de las primeras emisiones es muy significativo. Una de las causas de su rápido crecimiento es la flexibilidad de las características de emisión, como plazos, cupones, amortización del capital, etc. Los Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento (PRLV) ocupan el segundo lugar de las emisiones privadas en circulación. Son títulos a corto plazo que no cotizan en el mercado.

Capítulo 5

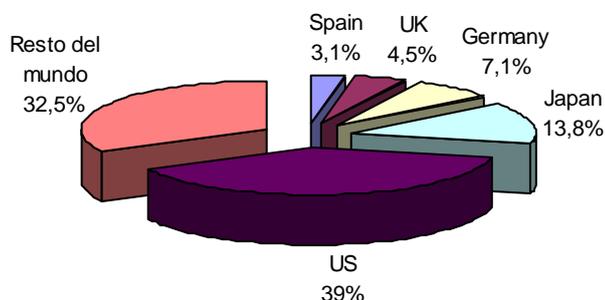
Estudio comparativo de los mercados de renta fija emitidos por el sector público

5.1. Comparación del mercado de renta fija de los países desarrollados

5.1.1. Introducción

En el apartado anterior se realizó una descripción de las características de los principales mercados de renta fija del mundo. Entre los países desarrollados, seleccionamos aquellos que por su volumen de emisión, así como de su importancia dentro del mercado, eran de utilidad para el objetivo de nuestra tesis. Por ello analizamos los mercados de: Alemania, Estados Unidos, España, Japón y Reino Unido. Las causas de esta selección son diversas, pero la principal es la importancia que tiene cada uno de ellos como centro financiero mundial y como emisor de activos de renta fija. Para definir que se considera un centro financiero importante, se utilizaron la base de datos estadísticas del Bank of International Settlement (BIS), en la cual se observó la proporción de activos de renta fija en circulación en relación al conjunto de países, y se seleccionaron los que mayor cantidad de títulos de renta fija emiten en el mercado, añadiendo en este caso además a España. Estos cinco países emiten aproximadamente el 67% de los títulos en circulación de todo el mundo. Esto se puede observar en el gráfico 5.1. cuyos datos corresponden a junio del 2006.

Gráfico 5.1. Volumen en circulación de títulos de renta fija



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2006

Por otro lado, para poder medir el tamaño del mercado de renta fija en términos relativos se utiliza el ratio volumen en circulación de títulos de renta fija sobre PIB. Esta información la recogemos en el cuadro 5.1, en el cual se puede observar que el mercado más grande en términos de volúmenes de emisión es Japón, pero además, es el país en donde los títulos emitidos por el sector público representan una amplia mayoría en relación a los demás países.

El mercado norteamericano presenta un ratio elevado de volumen en circulación/PIB, pero le corresponden principalmente a las emisiones privadas, al igual que España, Alemania y Reino Unido. Además del volumen de títulos en circulación, los países seleccionados poseen características adicionales que nos motivan a su análisis y descripción. Alemania es el principal

centro financiero de la zona euro de la Unión Europea, por su parte, Reino Unido, además de ser uno de los principales emisores de renta fija, es el país donde se realizan la mayor cantidad de transacciones del mercado de Eurobonos.

Cuadro 5.1. Volumen de títulos de renta fija emitidos por el sector público (%del PIB 2006)

| | PIB (U\$D corrientes) | Volumen en circulación de títulos de renta fija/PIB | Volumen en circulación de títulos públicos/PIB |
|----------------|-----------------------|---|--|
| Japón | 4.300.000 | 208,3% | 161,2% |
| Estados Unidos | 13.200.000 | 191,4% | 45,9% |
| España | 1.200.000 | 167,7% | 41,3% |
| Alemania | 2.900.000 | 157,6% | 48,1% |
| Reino Unido | 2.300.000 | 126,9% | 34% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2007 y del WDI, 2007

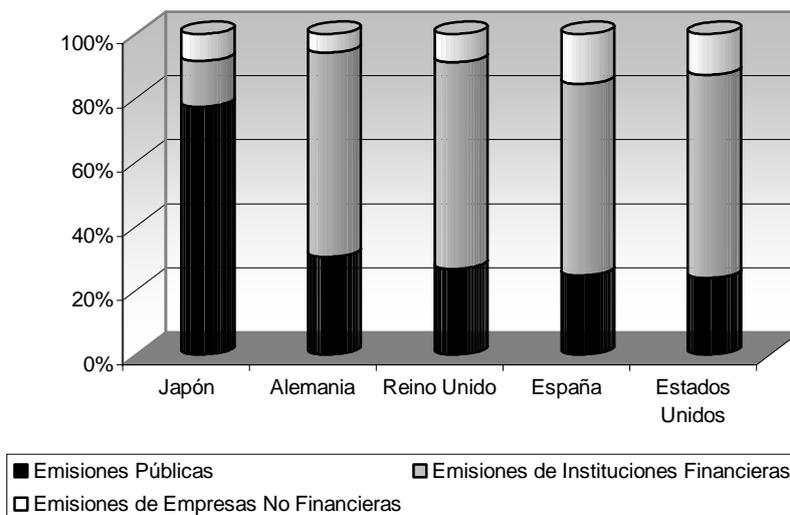
Estados Unidos es el país que más títulos de renta fija emite en el mundo, tanto públicos como privados. Como se pudo observar en el gráfico 5.1, el 40% de las emisiones en circulación de todo el mundo. Sin embargo, en términos de PIB, se encuentra en segunda posición, luego de Japón. España se incluye dentro de este esquema por ser uno de los países que más títulos de deuda en circulación emite dentro de Europa, por su homogeneidad en las características de emisión de los títulos de renta fija, por estar la investigación físicamente situada en este país, y por la proximidad en términos comerciales que España tiene con el país objeto de nuestro estudio.

A continuación se realiza un resumen de las similitudes y diferencias de los títulos de renta fija emitidos por el sector público de los países seleccionados, centrándonos en la descripción de las características de emisión que se realizó en el capítulo 2. En primer lugar se observa la distribución de los títulos en el mercado dependiendo del organismo emisor, para ello tomamos la distinción que realiza el BIS entre emisiones públicas, emisiones de entidades no financieras y emisiones de entidades financieras. Si bien las comparaciones de los títulos de renta fija se realizan sobre las emisiones del sector público, es interesante observar cual es el peso relativo de cada uno de los sectores en el mercado. En segundo lugar, comparamos las diferentes estructuras que presentan los títulos públicos, así como su participación en el total de emisiones, analizando las diferentes características de emisión como: estructura de plazos, monedas de emisión, tipo de cupón y amortización de los títulos

5.1.2. Distribución de las emisiones por tipo de emisor

La distribución de las emisiones de renta fija de cada país se puede observar en el gráfico 5.2. el cual nos brinda una visión general de la importancia que tienen las emisiones del sector público dentro del mercado del renta fija.

Gráfico 5.2. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos por tipo de emisor



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2006

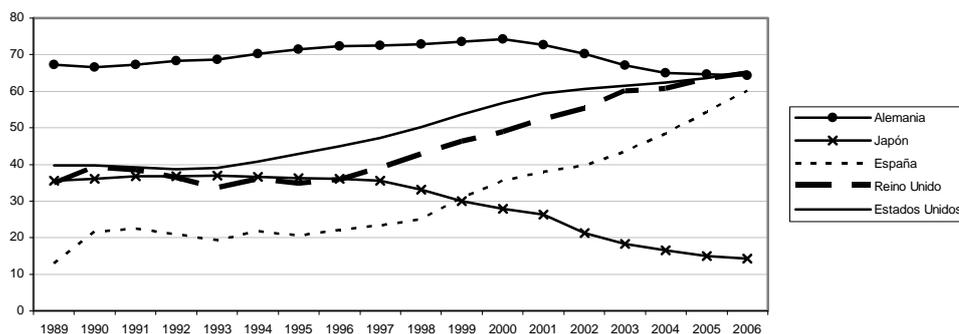
Entre los países analizados, Japón es el país donde el sector público emite la mayor proporción de títulos de renta fija, un 78% del total en circulación. Le sigue Alemania con el 51% de las emisiones que pertenecen al sector público, y en Reino Unido, España y Estados Unidos la proporción de emisiones públicas se encuentra entre un 24% y 30%. Sin embargo, no siempre las emisiones privadas superaban a las públicas, sino que ésta es una tendencia que se fue produciendo a lo largo de los años, en general, las emisiones del sector público predominaban sobre las emisiones privadas. Esta tendencia fue revirtiéndose principalmente en lo que se refiere a las emisiones de instituciones financieras, como se puede observar en el gráfico 5.3., en el cual se presenta la evolución de los títulos emitidos por estas entidades en relación al total de emisiones.

En Japón, al tener una proporción muy importante de emisiones públicas, las emisiones de instituciones financieras han tenido una evolución decreciente, llegando a representar aproximadamente un 14%. La disminución de las emisiones de entidades financieras también se observa en Alemania. Sin embargo, en el resto de los países analizados, se puede ver que en 1990 los títulos de entidades financieras no llegaban al 40% del total en circulación de títulos de renta fija, y para el 2006, todos los países superan el 60%.

Siguiendo con los títulos privados, pero adentrándonos en aquellos que emiten las empresas no financieras, encontramos que España es el país que más títulos de este tipo circulan en el mercado, un 16% del total. Le sigue Estados Unidos con un 13%, Reino Unido con un 9% Japón con un 8% y por último Alemania con un 6%.

A partir de los datos presentados se puede observar que, a excepción de Japón, los países analizados son similares en cuanto a la proporción de títulos de renta fija que cada una de las entidades emite dentro y fuera del país. De aquí en adelante se analizan las diferencias y similitudes de las características de los títulos de renta fija emitidos por el sector público en los países desarrollados.

Gráfico 5.3. Evolución de las emisiones de instituciones financieras

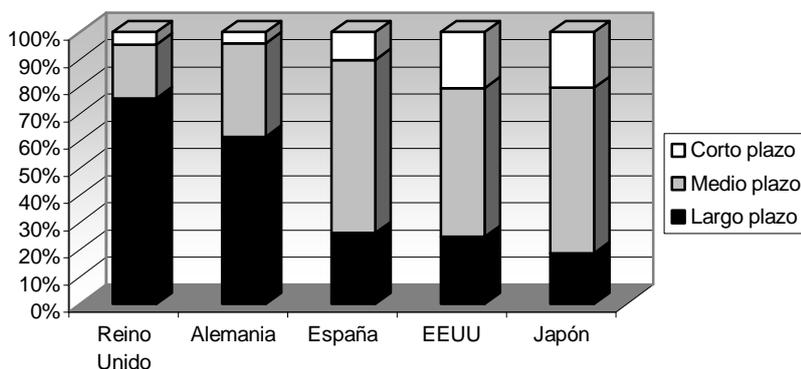


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2006

5.1.3. Plazos de emisión

Entre los cinco países analizados se puede observar dos tipos de estructuras de vencimiento,. Por un lado Reino Unido y Alemania cuyos títulos en circulación corresponden principalmente a emisiones a largo plazo; y España, Estados Unidos y Japón, cuyo porcentaje mayoritario se encuentra en el medio plazo. En el caso de Reino Unido, el 72% de títulos son emitidos con vencimientos superiores a diez años, pero a diferencia de los demás mercados, el 24% pertenecen a títulos indexados por inflación. Sobre esta cuestión volveremos más adelante, cuando comparemos las emisiones por tipo de cupón. Por otro lado, Japón y Estados Unidos son los países que emiten una mayor proporción de títulos a corto plazo, aproximadamente un 20% del total en circulación. En España estos títulos representan un 10% y por último, en Alemania y Reino Unido se encuentran alrededor el 4% del total en circulación. Esta información la presentamos en el gráfico 5.4.

Gráfico 5.4. Distribución de las emisiones por plazo de vencimiento

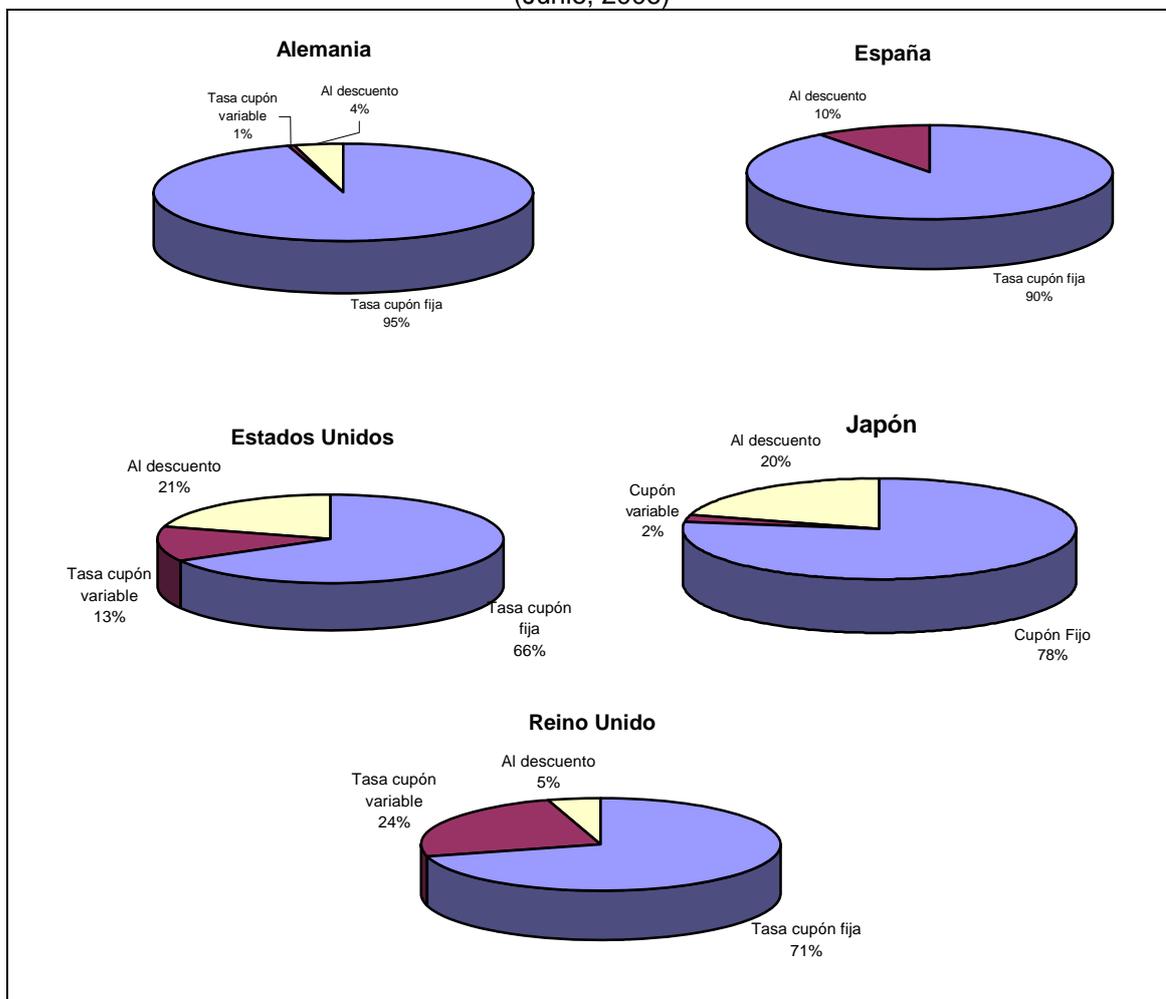


Fuente: Elaboración propia en base a datos de los propios países

5.1.4. Tasa cupón

En primer lugar, distinguimos los títulos entre aquellos que pagan cupón y aquellos que se emiten al descuento. En la mayoría de los casos, los títulos al descuento coinciden con las emisiones a corto plazo. Por ello, dentro de los países que más títulos emiten al descuento, se encuentran Japón y Estados Unidos cuyo porcentaje ronda el 20%, lo cual coincide con la proporción de títulos a corto plazo. En España, Reino Unido y Alemania las emisiones al descuento no llegan al 10% de títulos en circulación. En el gráfico 5.5 se observa la distribución por tipo de cupón, en la cual se observa esta distinción. Dentro de los títulos que pagan cupón, dividimos las emisiones en: títulos con cupón fijo y títulos con cupón variable. En las primeras, se encuentran aquellas que se aplica una tasa cupón fija a un nominal fijo, y en el segundo tipo, encontramos aquellos títulos con tasa cupón variable, y también aquellos títulos que si bien tienen una tasa cupón fija, el capital al que se le aplica la tasa cupón, varía.

Gráfico 5.5. Distribución de títulos por tipo de cupón
(Junio, 2006)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de cada uno de los países

En el cuadro 5.2. se presentan las emisiones con cupón variable teniendo en cuenta el origen de su variabilidad, en donde podemos observar que Japón es el único país que emite títulos con tasa cupón variable, aunque la proporción es pequeña, aproximadamente un 1,6% del total en circulación. En Alemania los títulos que se emiten con tasa cupón variable actualmente no se encuentran en circulación y, por último, Estados Unidos y Reino Unido no emite este tipo de títulos.

Cuadro 5.2. Distribución de las emisiones con cupón variable
(% en relación al total de títulos en circulación)

| Emisiones con Cupón Variable | España | Alemania | Reino Unido | EEUU | Japón |
|--|----------|-------------|--------------|-------------|--------------|
| Tasa cupón variable | 0 | 0 | 0 | 0% | 1,6% |
| Capital Indexado | 0 | 0,6% | 24,4% | 9,3% | 0,82% |
| Total de emisiones con cupón variable | 0 | 0,6% | 24,4% | 9,3% | 2,42% |

Fuente: Elaboración propia en base a los datos de los propios países

En relación a los títulos que indexan el capital, en primer lugar se encuentra Reino Unido, cuyo porcentaje en circulación es del 24,4% del total. Estos títulos se denominan *Index-linked gilts* y están indexados por el Índice de Precios al Consumo (RPI). Los *linkers*, como también se denominan estos títulos, son los títulos cuyo plazo de vencimiento es superior a todos los títulos públicos en circulación, en el 2005 se emitieron a cincuenta años. En Estados Unidos se emiten los TIPs que ajustan el capital por un índice de precios, al igual que los *Saving Bonds I*, ambos representan el 9.3% de los títulos en circulación. Esta clase de títulos en Alemania se denominan *Euro Linked Bond* y representan solo el 0,6% del total. Por último, Japón emite el 0,82% de sus títulos en circulación con capital indexado a la tasa de inflación de la economía, y se denominan *Inflation Index Bond*.

Como podemos observar, la mayoría de los países que analizamos emiten títulos con cupón variable, pero en su mayoría, estos títulos corresponden a títulos indexados por la tasa de crecimiento de los precios. Reino Unido es uno de los casos más destacables, ya que, además de tener una gran cantidad de títulos indexados a la inflación, la tendencia fue creciendo a lo largo de los años.

5.1.5. Moneda de emisión

En cuanto a la moneda de emisión, la mayoría de las emisiones realizadas por el sector público de los países desarrollados, se realizan en moneda local, salvo pocas y pequeñas excepciones. El gobierno alemán comenzó a emitir títulos en dólares estadounidenses en el 2005, sin embargo, no volvió a emitir este tipo de títulos hasta la actualidad.

5.1.6. Amortización del capital

En ninguno de los países desarrollados que describimos existen títulos que realicen pagos periódicos de capital, es decir que todas las emisiones pagan el capital íntegramente al vencimiento.

5.1.7. Conclusiones

En este apartado, a partir de la descripción de los títulos de renta fija de los principales centros financieros, se presentó un resumen de las características de emisión de los títulos públicos. Partimos de las siguientes características para poder realizar la comparación: la distribución de los títulos por tipo de emisor, el plazo de vencimiento, si son emisiones al descuento o pagan cupones, y en este último caso, que tipo de cupón presenta el título, y por último, la moneda de emisión de los títulos y como se realiza la amortización del capital.

A partir de esta descripción, se puede observar que los títulos emitidos por el sector público de los países desarrollados presentan características comunes. En primer lugar, a excepción de Japón, la mayoría de los títulos que se emiten en el mercado de renta fija, corresponden a las realizadas por instituciones financieras. En Japón el gobierno es el que tiene una mayor proporción de títulos de renta fija en circulación. En los restantes países, luego de las instituciones financieras se encuentran las emisiones del sector público, con un porcentaje que varía entre el 24% y el 30% del volumen total en circulación.

En cuanto al plazo de emisión, si bien existen algunas diferencias, también se observan características comunes. Pudimos ver que los países se pueden dividir en dos grupos: aquellos en los cuales predominan las emisiones a medio plazo, como en el caso de Estados Unidos, España y Japón, y aquellos en donde predominan las emisiones a largo plazo, donde encontramos a Reino Unido y Alemania. En este punto es necesario hacer una aclaración, en el Reino Unido las emisiones a largo plazo representan un 72% del total en circulación, del cual el 24% son títulos que se encuentran indexados a la inflación, lo cual no sucede en Alemania, donde el porcentaje de títulos a largo plazo es aproximadamente el 62% del total, y en este tramo de vencimiento no existen títulos indexados.

En relación a las emisiones al descuento, Estados Unidos y Japón y son los países en donde se pueden observar una mayor proporción de estos títulos, alrededor del 20%. En el Reino Unido, España y Alemania los títulos al descuento representan menos del 10% del total en circulación. Dentro los títulos que pagan cupones, se puede observar que la mayoría de las emisiones son con cupones fijos en todos los países. A excepción de España, todos los países emiten títulos con cupón variable, en general debido al ajuste del capital por la tasa de inflación de la economía.

Como conclusión, se puede observar que los países desarrollados analizados, presentan una estructura similar en cuanto a las características de emisión de los títulos públicos. La mayor proporción de estas emisiones se realizan en moneda local, con cupón fijo, amortización al vencimiento, en moneda local y a medio y largo plazo. En el apartado 5.3. presentamos las

diferencias y similitudes que tienen los países desarrollados como conjunto en relación a cada uno de los países emergentes seleccionados

5.2. Comparación de los mercados de renta fija de los países emergentes

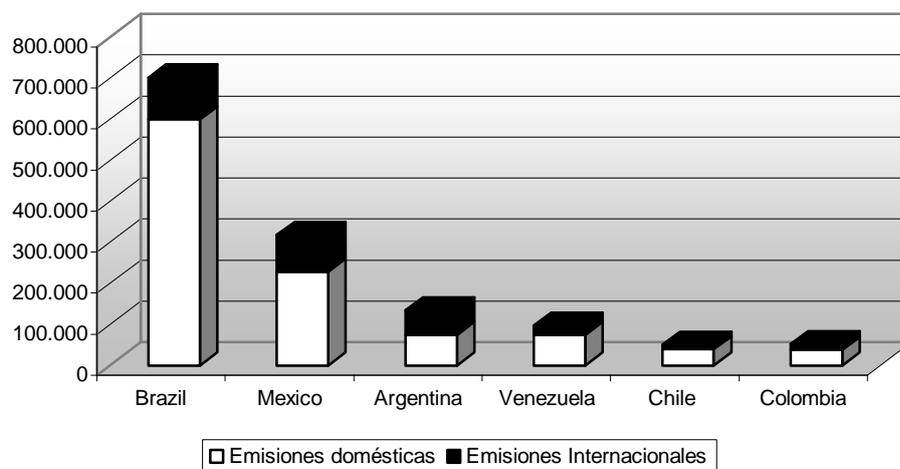
5.2.1. Introducción

Mientras que en los países desarrollados se discute como influye el aumento de las emisiones privadas en relación a las públicas y sus efectos sobre la economía, sobre todo como puede influir en el mercado, la disminución de títulos que sirven como *benchmark* para las emisiones privadas (BIS, 2001; Wooldridge, 2001, entre otros), en los países emergentes la discusión se centra en como estructurar los títulos de la deuda pública para disminuir la vulnerabilidad de los países ante *shocks* internos y externos (FMI, 2003; Bolton et al, 2005; entre otros). La disminución de la vulnerabilidad de estas economías es una de las cuestiones más estudiadas en el ámbito económico, debido a que alguno de los países objeto de estudio sufrieron crisis financieras graves, como es el caso de Argentina y México, o los efectos derrame de las mismas, como es el caso de Brasil y Chile, aunque este último país en menor medida. Por otro lado, Brasil también pasó por una crisis financiera, que no llegó a los límites de la de Argentina y México, pero terminó con la devaluación del real en el año 1999.

El objetivo de este apartado es realizar un análisis comparativo de los títulos de renta fija emitidos por el sector público en los países emergentes, que describimos en el capítulo 4. Esta comparación tiene como objetivo, extraer conclusiones de las diferencias en cuanto a las características de emisión de los títulos. Este análisis, así como la evolución de las características en los diferentes contextos económicos por los que pasaron estos países, nos permitirá tener una visión amplia de las posibilidades con las que cuentan para la estructuración de títulos de deuda pública. Observando los datos sobre las denominadas economías en desarrollo por regiones de países, Latinoamérica se encuentra en la segunda posición en cuanto al volumen en circulación de títulos de renta fija, luego de las emisiones de los países en desarrollo de Asia Pacífico. Le siguen el grupo europeo de países en desarrollo, luego los denominados mercados *offshore*, y por último los países africanos.

Dentro de Latinoamérica, los países con mayor volumen de títulos en circulación en el mercado son Brasil, México, Argentina, Venezuela, Colombia y Chile, como se puede observar en el gráfico 5.6. Este gráfico se construyó a partir de las estadísticas del BIS, ya que a nivel agregado los datos que presentan son muy heterogéneos para todos los países. Recordando la distribución de las emisiones que realiza este organismo, las emisiones internacionales son aquellas que tienen las siguientes características: emisiones en moneda externa de residentes y no residentes, y títulos en moneda doméstica emitidos en el mercado doméstico por no residentes. Además, las emisiones por parte de residentes en moneda doméstica, en el mercado doméstico, pero destinadas a inversores no residentes, se consideran emisiones internacionales. Las emisiones domésticas son aquellas realizadas en el mercado doméstico, en moneda doméstica, destinadas a inversores residentes (BIS, 2003).

Gráfico 5.6. Volumen en circulación de títulos de renta fija de los países de América Latina y el Caribe (millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS

En principio esta distinción es útil cuando comparamos el volumen de emisión de cada uno de los países así como el tipo de emisor. Sin embargo, no todos los países distinguen las emisiones domésticas de las internacionales de la forma que lo hace el BIS, sino que en general lo hacen en base al mercado en el cual se encuentra emitido el título, ya sea doméstico o internacional, lo que tendremos en cuenta a lo largo de este capítulo. Por otro lado, para poder medir el tamaño del mercado de renta fija en términos relativos, se utiliza el ratio volumen en circulación de títulos de renta fija sobre PIB. El tamaño del mercado para los países latinoamericanos con mayor volumen de títulos de renta fija en circulación se presenta en el cuadro 5.3.

Cuadro 5.3. Volumen de títulos de renta fija emitidos por el sector público como porcentaje del PIB (2006)

| País | PIB (U\$D corrientes) | Volumen en circulación de títulos de renta fija/PIB | Volumen en circulación de títulos públicos/PIB |
|-----------|-----------------------|---|--|
| Argentina | 214.100 | 64,28% | 53,75% |
| Brasil | 1.100.000 | 73,37% | 51,49% |
| Chile | 145.800 | 34,26% | 12,56% |
| Colombia | 135.800 | 44,73% | 43,34% |
| México | 839.200 | 47,89% | 25,42% |
| Perú | 93.300 | 18,98% | 13,09% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS y la CEPAL

Como se puede observar, el mercado Brasileño es el más grande en términos relativos, lo que coincide con el gráfico 5.6., en el cual se observa el volumen de títulos en circulación en términos absolutos. En segundo lugar se encuentra Argentina, lo que no coincide con el gráfico anterior, ya que este país se encuentra en tercer lugar, luego de México. Este último país se encuentra en la tercera posición en términos relativos, cuando en términos absolutos era el

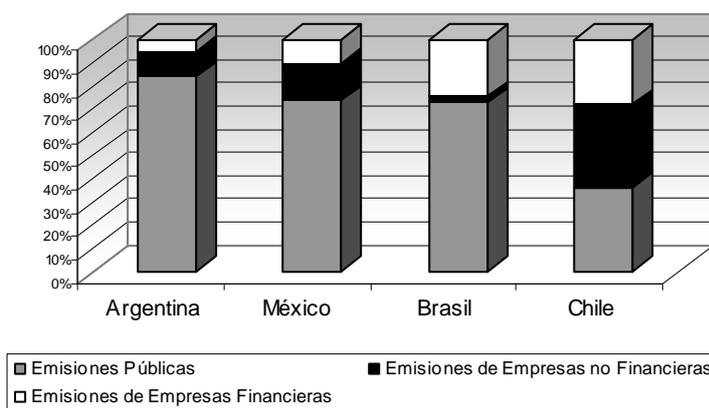
segundo. Chile, es el país que tanto en términos absolutos como relativos, tiene un mercado de renta fija pequeño.

En nuestro trabajo decidimos analizar los mercados de Argentina, Brasil, México y Chile. Si bien la razón por la que elegimos cada uno de los países se encuentra en el capítulo 1, recordar solo que el mercado de Argentina nos interesa en mayor medida para analizar la forma de estructurar sus títulos de deuda pública luego del *default*, y porque para este país se intentarían brindar conclusiones acerca de cómo mejorar la estructura de los mismos. En primer lugar se comparan las características de las emisiones por separado, es decir, la distribución por emisor, la estructura de plazos, monedas de emisión, tipo de cupón y amortización de los títulos públicos, con el objetivo de tener una visión global, y poder observar si existe un patrón de emisión. En segundo lugar, analizamos las relaciones entre las características de emisión, ya que, por ejemplo, no se pueden comparar títulos que se emitan con cupón fijo, pero con diferente moneda de denominación. Por último, analizamos las principales conclusiones de este análisis comparativo.

5.2.2. Distribución de las emisiones por tipo de emisor

Observando la distribución de los títulos por tipo de emisor, es decir, públicos y privados, Argentina es el país que tiene una mayor proporción de títulos públicos en relación a los privados, un 84% son emisiones del Gobierno. Luego se encuentran Brasil y México cuya proporción es del 73% y 74% respectivamente. Por último, Chile es un caso muy interesante, como marcamos en la introducción, ya que solo el 36% de los títulos en circulación, son de propiedad del Estado. Esta información se puede observar en el gráfico 5.7. que representa la proporción de emisiones de las distintas entidades en base a datos para junio del 2006 del Bank of International Settlement.

Gráfico 5.7. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos por tipo de emisor

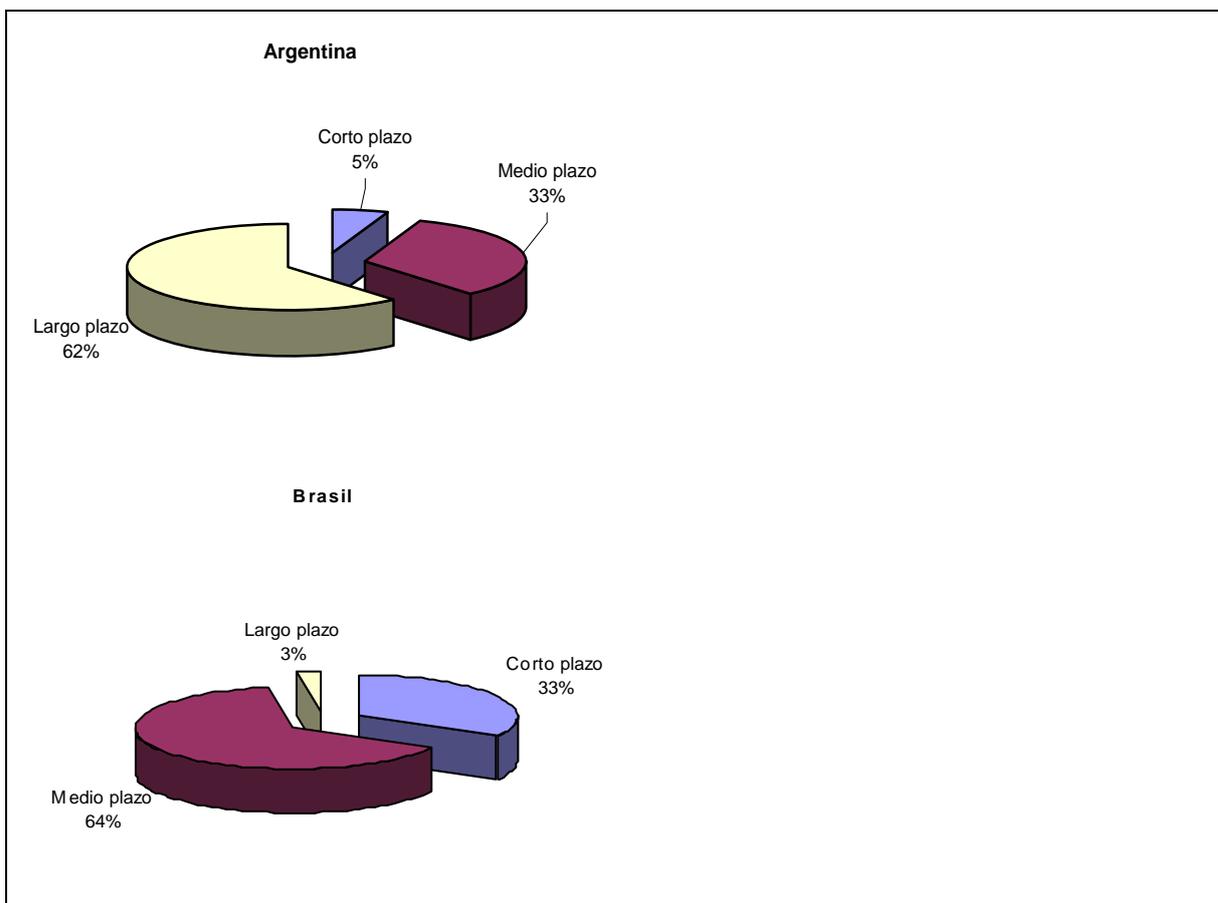


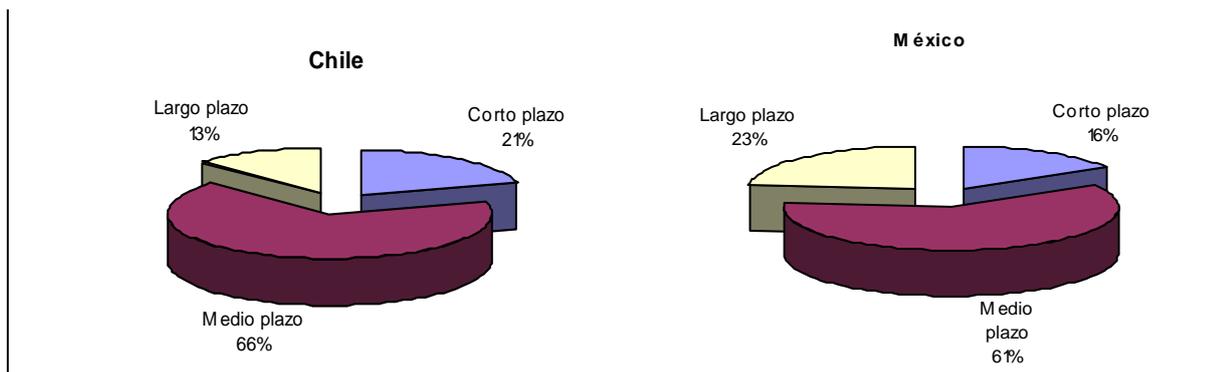
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2006

5.2.3. Plazos de emisión

En este apartado diferenciamos los tipos de emisión entre corto plazo, que corresponden a los títulos con plazos de vencimiento menores a un año, medio plazo, cuyo vencimiento se encuentra entre uno y diez años, y largo plazo para las emisiones con vencimientos superiores a los diez años. Esta división se realiza en base a los datos de los títulos de renta fija de los diferentes países, y somos conscientes que es discutible. Sin embargo, creemos que es una buena forma de distinguir los títulos por el plazo de vencimiento, ya que, podemos diferenciar de una manera clara los diferentes vencimientos de los títulos. En el Gráfico 5.8. se puede observar la distribución por plazos de emisión para cada uno de los países. Como se puede observar, en Argentina predominan las emisiones a largo plazo, ya que las mismas, representan un 61,4% del volumen total de títulos públicos en circulación. A diferencia de este último país, en Brasil, México y Chile, la mayoría de los títulos se emiten a medio plazo, y en todos los casos, la proporción de los mismos, supera el 60% del volumen en circulación.

Gráfico 5.8. Distribución por plazos de emisión





Fuente: Elaboración propia en base a datos de los organismos oficiales de cada país

Por otro lado, Brasil es el país que más títulos a corto plazo emite, representando este segmento el 33% del volumen en circulación. Luego le sigue Chile y México con un 21% y el 16% respectivamente. Por último, se encuentra Argentina cuyos títulos a corto plazo representan un 5% del volumen total emitido para junio del 2006.

Según la teoría, los países emergentes en general tienen problemas para acceder al mercado de capitales de largo plazo y obtener financiamiento en moneda local, lo que en el ámbito académico se denomina "pecado original" (Hausman, Panizza, 1999). En varios países, esta teoría ha tendido a debilitarse, ya que los gobiernos lograron emitir títulos en el mercado local a tasa fija, en moneda doméstica, y a largo plazo. Observando el porcentaje que cada tipo de títulos representa dentro de las emisiones argentinas, podemos pensar que este país fue uno de los que superó las limitaciones para mejorar las características de emisión de deuda. Sin embargo, es necesario detenernos a observar las características de los títulos que se emiten a largo plazo, y el momento en el cual se emitieron. Con respecto a este punto, es necesario aclarar que la elevada proporción de títulos emitidos a largo plazo en Argentina, se debe en mayor parte, a los títulos que se emitieron para canjear deuda en default, cuyos plazos de vencimiento se encontraban entre los treinta y los cuarenta años.

5.2.4. Tasa cupón

En este apartado describimos tanto las emisiones que pagan cupón, como aquellas que no lo hacen. Por ello, una primera división se realiza entre aquellos títulos que pagan cupón, aquellos que pagan cupón pero al vencimiento, es decir, los títulos cupón cero, y aquellos que se emiten al descuento.

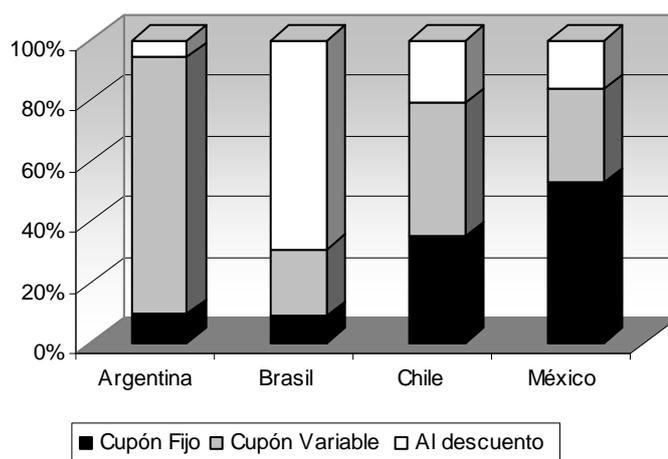
Brasil es el país que tiene mayor volumen en circulación de títulos al descuento, ya que representan un 70% del total emitido. Le siguen Chile y México con un 20% y 16% respectivamente, y por último, se encuentra Argentina con un 5%. En las emisiones al descuento, Argentina y Brasil presentan una característica que no se encuentra en el resto de los países analizados, ya que existen emisiones al descuento que ajustan el capital indexándolo. En Argentina el nominal se ajusta por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), y el volumen en circulación es pequeño en relación al resto de los títulos. Sin embargo, en Brasil las emisiones al descuento son indexadas, pero no por la inflación, sino

por la tasa de interés de referencia de la economía, Selic. Estos tienen una participación importante, ya que representan el 37% del volumen en circulación.

En cuanto a las emisiones que pagan cupones, como se puede observar en el gráfico 5.9., cada uno de los países tiene una estructura diferente. En este punto, el país que se destaca es México, con una gran proporción de títulos emitidos con tasa cupón fija, el 53% del volumen en circulación. Le sigue en volumen de emisión, el mercado chileno, con un 39%. En Argentina y Brasil las emisiones con cupón fijo no superan el 10% del total.

Por otro lado, Argentina es el país en el cual el volumen en circulación de títulos con cupón variable, supera ampliamente al resto de las emisiones. El 86% de las emisiones se realizan ya sea, con tasa cupón variable o con el capital indexado a la tasa de inflación. Brasil emite un 22% de títulos con cupón variable, sin contar las emisiones al descuento. Si bien esta cifra puede resultar pequeña en relación al resto de países analizados, es necesario recordar que las emisiones al descuento, son las que dominan el mercado. México tiene una distribución más homogénea en cuanto al tipo de cupón, las emisiones tanto con cupón fijo y variable representan aproximadamente el 45% del total cada una de ellas, y el 10% restante corresponden a emisiones al descuento.

Gráfico 5.9. Distribución de emisiones por tipo de cupón



Fuente: Elaboración propia en base a datos de los organismos oficiales de cada país

Además, de analizar si el tipo de cupón es fijo o no, es necesario observar si el título está indexado a alguna variable de la economía, como puede ser inflación o tasa de interés, o si están emitidas con tasa cupón variable, emisiones que en general corresponden a una tasa de interés determinada. En general, la indexación del capital corresponde al ajuste por la tasa de variación del IPC, sin embargo, existen algunas excepciones. Como se puede observar en el cuadro 5.4, en donde se presentan la distribución de los títulos con cupón variable dependiendo de si son indexados o no, se puede observar que la mayoría de los títulos emitidos por Brasil y Chile, corresponden a emisiones con el nominal indexado. En el caso de Argentina, la proporción se distribuye casi proporcionalmente entre emisiones con tasa cupón variable y nominal indexado. En México, la mayoría de las emisiones se centran en títulos con tasa cupón variable.

Cuadro 5.4. Distribución de los títulos por origen de la variación del cupón

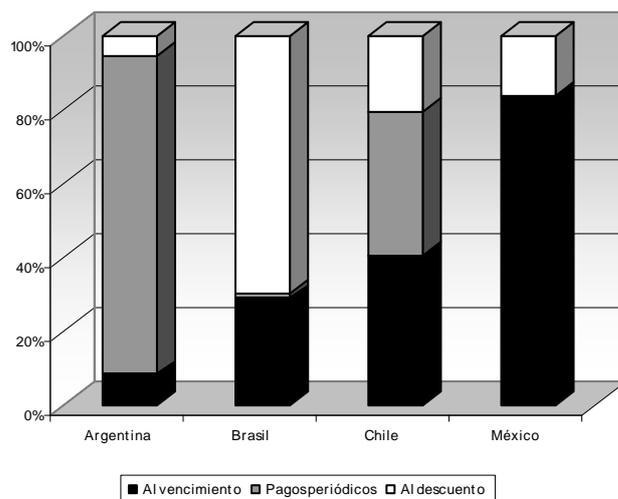
| Variabilidad del Cupón | Argentina | Brasil | Chile | México |
|--|-----------|--------|-------|--------|
| Tasa cupón variable | 47% | 2% | 8% | 81% |
| Nominal indexado | 50% | 95% | 92% | 19% |
| Tasa cupón variable y nominal indexado | 3% | 3% | - | - |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los propios países

5.2.5. Amortización del capital

Para poder comparar la forma en la cual los países amortizan el capital de sus títulos, en circulación, en primer lugar, diferenciamos entre las emisiones al descuento y aquellas que amortizan el capital al vencimiento o en pagos periódicos. Esta información se presenta en el gráfico 5.10.

Gráfico 5.10. Distribución de emisiones por tipo de amortización del capital



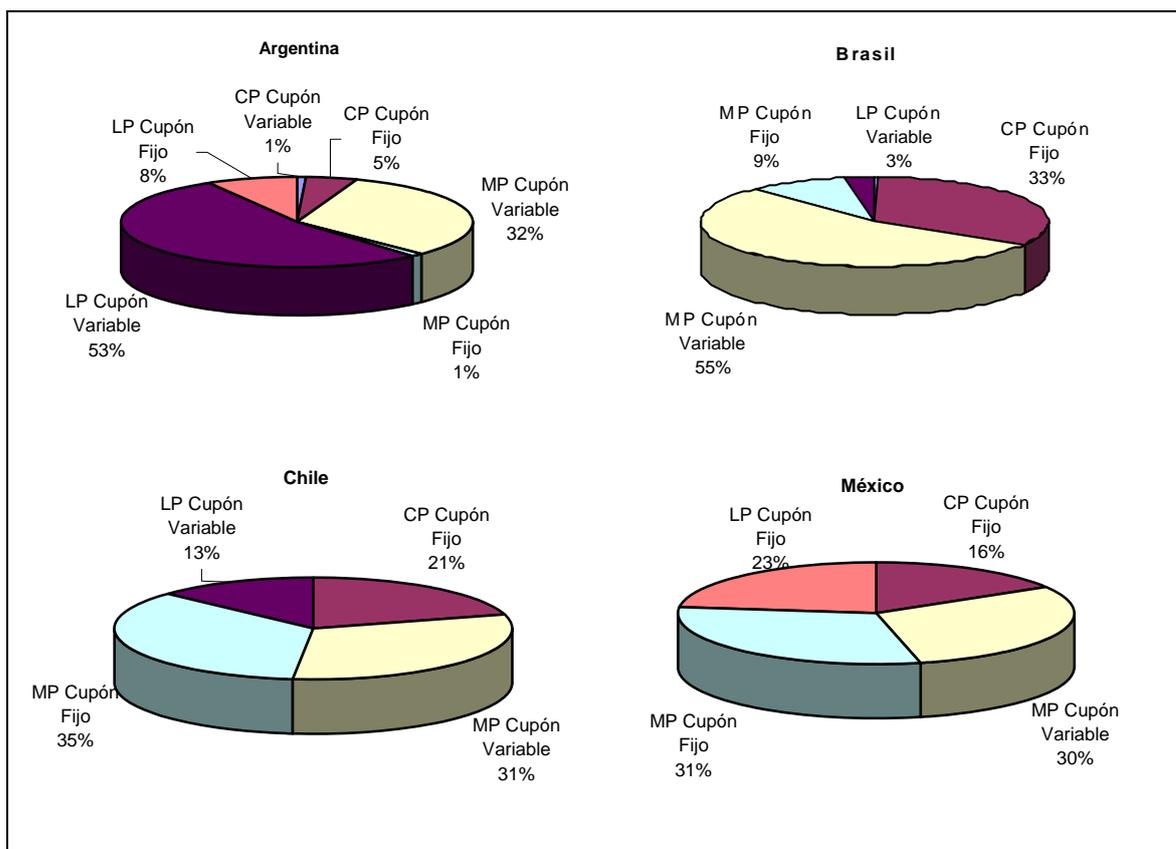
Fuente: Elaboración propia en base a datos de los organismos oficiales de cada país

Observando el gráfico, vemos que hay mucha diferencia entre los países analizados, y muchas similitudes con el gráfico 5.9. En primer lugar, en Argentina el 87% de las emisiones públicas amortizan el capital en cuotas periódicas, situación que no se repite en el resto de los países analizados. Esta situación se debe a que todas las emisiones que se realizaron para canjear deuda en *default*, pagan amortización parcial. El volumen en circulación de títulos en Chile, también presenta una proporción muy elevada, ya que el 27% de los títulos se emite con pagos parciales de capital. Brasil emite una proporción muy pequeña con pagos periódicos de capital y, por último México no emite deuda con pagos parciales, todos los títulos amortizan el capital al vencimiento.

5.2.6. Relación plazo de emisión y tasa cupón

Como mencionamos anteriormente, es necesario observar la distribución de los títulos teniendo en cuenta las diferentes características, y analizarlas de manera independiente. En este caso, relacionamos los títulos dependiendo del plazo y del tipo de cupón que pagan los mismos. Este análisis es interesante, ya que el riesgo que tiene un título a largo plazo con cupón fijo, no es el mismo que el que tiene un título a largo plazo, pero que se emite con cupón variable. La influencia de las características de emisión de los títulos se exponen en el siguiente capítulo, sin embargo, es necesario adelantar que, ante movimientos inesperados de las principales variables macroeconómicas de un país, o bien ante shocks externos, una mayor cantidad de deuda cuya tasa cupón este referenciada a una determinada tasa de interés o el capital esté indexado a la inflación, se considera más arriesgada que si la misma deuda estaría emitida con cupón fijo. En este sentido, es importante observar si las emisiones a medio y largo plazo en moneda local, ajustan el capital o se emiten con tasa cupón variable. Esta información se puede observar el gráfico 5.11.

Gráfico 5.11. Distribución por plazos de vencimiento en relación al ajuste del capital



Fuente: Elaboración propia en base a datos de cada uno de los países

Argentina es el país cuyas emisiones a largo plazo con cupón variable superan a otro tipo de emisiones. En su mayoría, estas emisiones corresponden a títulos que ajustan el capital por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), el cual representa un indicador de la inflación de la economía. Además, la mayoría de los mismos, corresponden a los bonos Par, Discount, Cuasipar (títulos de canje de deuda), los Boden (títulos emitidos por la reprogramación de depósitos) y los Bocones (títulos emitidos para liquidar deudas previsionales y con proveedores). Todos estos títulos, emitidos por medio de colocación directa, sin tener en cuenta la demanda del mercado.

Los tres primeros títulos, se emitieron con el objetivo de canjear títulos en *default*. Si bien el canje no fue compulsivo, los tenedores de los bonos que entraron en cesación de pagos no tuvieron otra alternativa, ya que el Gobierno aclaró que los que se quedaban con los bonos “viejos” tendrían papeles sin valor (Damill, Frenkel y Rapetti, 2005). El hecho de que la colocación de títulos a largo plazo y con ajuste de capital se haya realizado a partir de canje de deuda impaga, devolución o reintegro de dinero adeudado por parte del gobierno, nos lleva a preguntarnos si estos títulos se encontrarían en circulación si se hubiesen emitido por medio de los mecanismos tradicionales, es decir, por medio de oferta pública. En el capítulo 6 se describen las emisiones de deuda nueva, a partir del cual se podrá analizar la factibilidad o no de emitir títulos con estas características.

En cuanto a las emisiones a largo plazo en el resto de los países, se puede observar que México es el único país en el cual los títulos con cupón fijo, tienen una participación importante dentro del volumen en circulación, 23%. En Argentina su participación es pequeña, y en Chile y en Brasil no se emiten títulos con estas características.

Cuando analizamos la distribución por vencimientos, observamos que la mayoría de las emisiones en Brasil, Chile y México, se realizaban a medio plazo. En el gráfico 5.11 se puede observar que en el caso de Brasil, prácticamente todas las emisiones a medio plazo se realizan con cupón variable, lo cual no sucede en Chile y México, en donde la distribución entre ambos tipos de cupón, resulta más equitativa. En Argentina, si bien no son las emisiones que predominan, los títulos a medio plazo con cupón variable si representan una proporción importante, un 32%. Sin embargo, son casi inexistentes las emisiones a medio plazo con cupón fijo. En la mayoría de los países, las emisiones a corto plazo coinciden con las emisiones al descuento, que en este análisis, se incluyen dentro de las emisiones que pagan cupón fijo, en el caso en el que no se explicita que las mismas pagan cupones variables. Argentina es el único país que emite títulos a corto plazo con tasa variable, y corresponden a las emisiones de Lebacs que ajustan su capital por el índice de inflación.

Por otro lado, al analizar el plazo de vencimiento, uno de los aspectos que se debe tener en cuenta es la duración del bono, es decir, el tiempo medio hasta el vencimiento (Mascareñas, 2002). Si los títulos pagan amortizaciones periódicas entonces la duración del título es menor que el plazo de vencimiento. Por lo que en realidad la deuda tiene una duración menor al plazo de vencimiento. Esta cuestión la veremos más adelante, cuando analicemos las formas de amortización de los títulos de deuda.

Como conclusión, podemos señalar que una mayor cantidad de títulos a medio y largo plazo, con tasa cupón fija, representa un menor riesgo tanto de refinanciamiento como de default, y por lo tanto, una estructura de la deuda más segura. Las emisiones a medio y largo plazo con

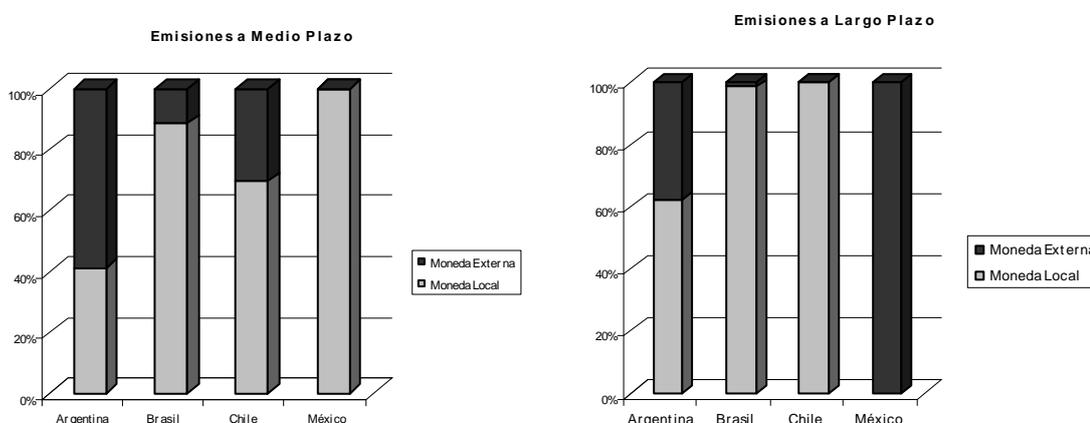
cupón fijo, en los países seleccionados, son superiores al 30% del volumen en circulación, a excepción de estos títulos en Argentina, cuyo porcentaje llega solo al 9%. Sin embargo, no podemos extraer ningún tipo de conclusión definitiva, sin observar la moneda en la cual se emiten estos títulos, lo que veremos a continuación.

5.2.7. Relación plazo y moneda de emisión

Varios autores han llegado a la conclusión de que la deuda emitida en moneda externa o a corto plazo son dos variables que pueden aumentar la probabilidad de *default* de la deuda cuando la economía experimenta un *shock* negativo (Manasse, Roubini, y Schimmelpfennig, 2003). Sin embargo, en las economías emergentes la sustitución de riesgo de default, que trae aparejado la emisión de una gran cantidad de deuda en moneda externa, por riesgo de refinanciamiento, lo cual es causa de una gran proporción de títulos a corto plazo, es una situación que se presenta a menudo, y es objeto de análisis de una amplia rama de la literatura. Por ello, es necesario evaluar la composición por monedas de los títulos de renta fija emitidos por el sector público, así como el plazo de emisión de los mismos, ya que, ante la incapacidad de pedir prestado en su propia moneda a largo plazo, lleva a que los países emitan bien en moneda local pero a corto plazo, o bien a largo plazo pero en moneda externa.

Las emisiones a corto plazo en todos los países analizados, están denominadas en moneda local, sin embargo, cuando observamos las emisiones a medio y largo plazo, comienzan a dilucidarse las diferencias entre los mismos. En Argentina, la mayoría de los títulos a medio plazo están denominados en moneda externa, lo cual no sucede en el resto de los países, como podemos observar en el gráfico 5.12. Sin embargo, podemos observar que México, por ejemplo, supera ampliamente a las emisiones Argentinas a largo plazo en moneda externa. Este no es el caso de Brasil y Chile, los cuales, si bien emiten títulos en moneda externa a medio plazo, en el largo plazo únicamente se observan emisiones en moneda local.

Gráfico 5.12. Distribución de títulos por plazo y moneda de emisión



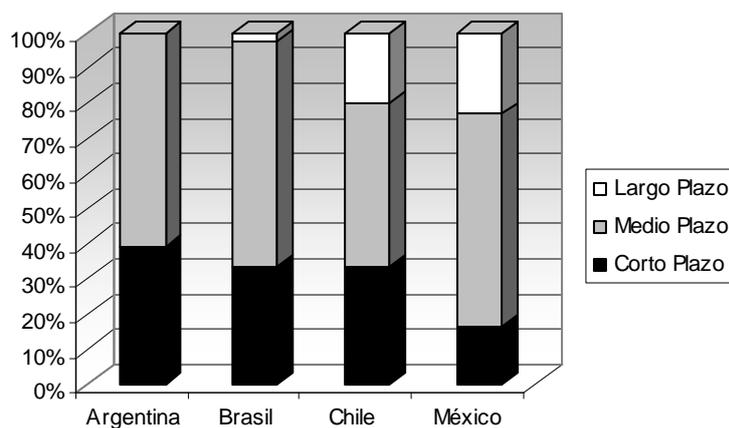
Fuente: Elaboración propia en base a datos de cada uno de los países

Como observamos en la sección anterior, Argentina solo emite un 9% de títulos a medio y largo plazo con cupón fijo, lo cual nos está diciendo que la mayoría de los títulos en moneda local representados en el gráfico 5.9., se emiten con ajustes de capital o con tasa cupón variable. A diferencia de este país, Chile y México, sí emiten títulos a medio y largo plazo con cupón fijo, y la proporción es muy importante. Esta información confirma la idea de que es imposible observar las características de los títulos por separado, y que es necesario observar como se relacionan unas con otras. Sigamos en este camino.

5.2.8. Relación plazo de vencimiento y amortización del capital

En el gráfico 5.13, presentamos las emisiones que pagan cupones al vencimiento, dependiendo el plazo de emisión. Como se puede observar, Argentina no realiza emisiones a largo plazo con amortización al vencimiento. En Brasil, estas emisiones también son muy pequeñas, pero a diferencia de Argentina, como vimos anteriormente, este país realiza muy pocas emisiones a largo plazo. A diferencia de ello, en Argentina el 53% del volumen en circulación se emite a largo plazo, y por lo que observamos, la amortización de la totalidad de estos títulos se realiza a través de pagos parciales. El gobierno chileno también realiza emisiones con amortización al parcial, dentro del cual encontramos que el 38% del volumen en circulación corresponden a títulos emitidos a medio plazo, con amortización parcial. Esta situación no es fácil de encontrarla en otros países, tanto emergentes, como desarrollados.

Gráfico 5.13. Emisiones con amortización al vencimiento en relación al plazo de emisión



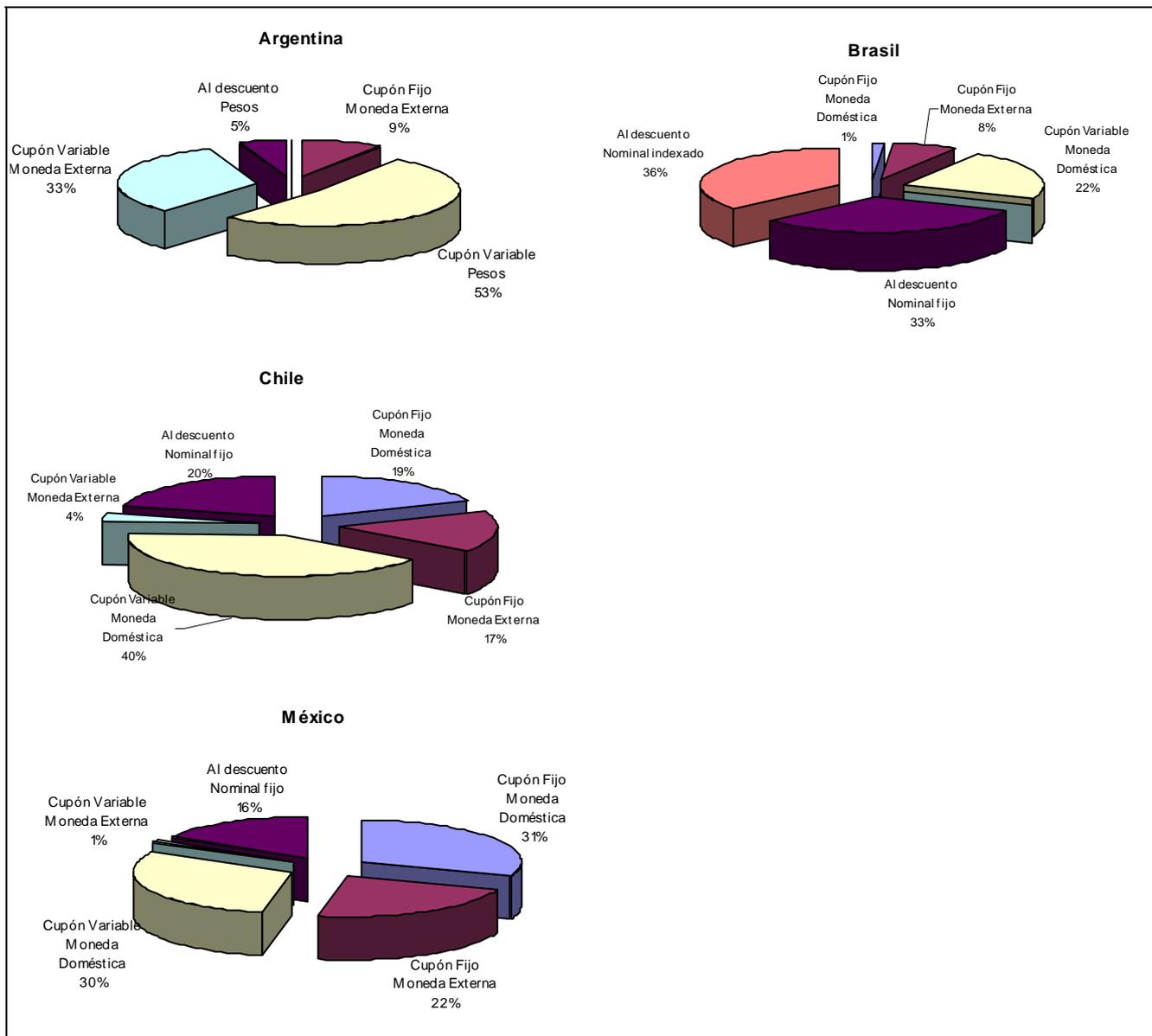
Fuente: Elaboración propia en base a datos de cada uno de los países

5.2.9. Relación tipo de cupón y moneda de emisión

En el gráfico 5.14 podemos observar la distribución de los títulos con cupón fijo para cada uno de los países, pero en este caso, diferenciamos los títulos en moneda externa de los títulos que se emiten en moneda doméstica. Como se mencionó anteriormente, de la manera que se definió en este trabajo, la variabilidad del cupón puede ser porque la tasa cupón es variable, o lo que generalmente sucede en los países analizados, el capital está indexado, ya sea a la tasa de inflación o a un tipo de interés de la economía. El hecho de que el gobierno emita títulos indexando el capital por la tasa de inflación de la economía, tiene como objetivo incentivar a los inversores para que inviertan en títulos en moneda doméstica, a más largo plazo, ya que el riesgo de inflación en estas economías, es elevado. La falta de confianza por parte de los inversores de perder poder adquisitivo de los activos en caso de crecimiento de la inflación del país, lleva a los mismos a preferir títulos emitidos en moneda externa. Por lo tanto, los países que han sufrido procesos inflacionarios muy altos como en el caso de Argentina, o devaluaciones de sus moneda, como en el caso de Brasil y México, han ampliado la oferta de títulos indexados. En el gráfico 5.14. se puede observar como todos los países presentan una proporción elevada de títulos con cupón variable.

En el caso de Argentina, el 86% de las emisiones se realizan con cupón variable, de los cuales el 53% están denominados en moneda doméstica y el 33% restante en moneda externa. A diferencia de Argentina, Brasil no emite títulos en moneda externa con cupón variable, y en Chile y México estos títulos corresponden a emisiones en el mercado internacional, y representan una proporción muy pequeña en relación al volumen en circulación de los títulos en el mercado doméstico. Otra cuestión que se puede observar en el gráfico, es que en Argentina no existen en circulación títulos emitidos en moneda local que no estén, o bien indexados a la tasa de inflación, o con tasa cupón variable.

Gráfico 5.14. Distribución por tipo de cupón y moneda de emisión



Fuente: Elaboración propia en base a datos de cada uno de los países

Chile y México presentan un importante volumen en circulación de este tipo de títulos, teniendo en cuenta lo difícil que le resulta a una economía emergente emitir títulos con cupón fijo en su propia moneda. En México el porcentaje en circulación de estos títulos llega al 31%, al 19% en Chile, y como señalamos anteriormente, en Argentina no existen títulos en circulación con estas características. Brasil presenta una situación remarcable, al tener en circulación la mayoría de títulos que se emiten al descuento.

Por otro lado, en México y Chile se encuentra la mayor proporción de títulos emitidos con cupón fijo en moneda externa, un 22% y un 17% respectivamente, pero son emisiones en el mercado internacional. En Argentina representan solo un 9%, ya que la mayoría de las emisiones en moneda externa se realiza con cupón variable. Brasil también emite una

proporción cercana a la de Argentina, pero a diferencia de este último país, el gobierno brasileño no emite títulos en moneda externa con cupón variable.

5.2.10. Relación tipo de cupón y amortización del capital

En los países analizados, pudimos observar que solo dos de ellos presentan una proporción elevada de títulos que amortizan el capital en cuotas parciales, Argentina y Chile. En el primer país, pudimos ver que la mayoría de las emisiones se realizan con amortización parcial, pero además, los cupones de estos títulos eran variables, principalmente, por la indexación que sufría el capital. Este porcentaje llega al 44% del volumen emitido. En Chile, la amortización parcial llega al 40%, y el 20% se emiten con cupón variable. En Brasil emite la mayoría de títulos al descuento, pero los títulos emitidos con cupón en su mayoría devuelven el capital en un solo pago al vencimiento. Por otro lado, México no emite títulos con pagos periódicos de capital. Esta información se presenta en el cuadro 5.5.

Cuadro 5.5. Distribución de los títulos por tipo de amortización del capital (% del total emitido)

| Tipo de amortización /Ajuste de capital | Moneda de Emisión | Argentina | Brasil | Chile | México |
|---|-------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| Amortización al vencimiento | | 8,4% | 29% | 40% | 82,8% |
| Capital no ajustado | Moneda Doméstica | 6,5% | 1,9% | 0,00% | 54,2% |
| | Moneda Externa | 0 | 7,6% | 20% | 22,8% |
| Amortización al vencimiento sin ajuste de capital | | 6,5% | 9,5% | 20% | 76,9% |
| Capital ajustado | Moneda Doméstica | 0,8% | 19,9% | 20% | 5,9% |
| | Moneda Externa | 1,1% | 0 | 0 | 0 |
| Amortización al vencimiento con capital ajustado | | 1,9% | 19,95% | 20,06% | 5,9% |
| Amortización periódica de capital | | 86,2% | 1,5% | 39% | 0 |
| Capital no ajustado | Moneda Doméstica | 0 | 0 | 18% | 0 |
| | Moneda Externa | 42% | 0 | 0 | 0 |
| Amortización periódica sin ajuste de capital | | 42% | 0 | 18% | 0 |
| Capital ajustado | Moneda Doméstica | 45% | 1,5% | 20% | 0 |
| | Moneda Externa | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Amortización periódica con capital ajustado | | 45% | 1,5% | 20% | 0 |
| Emisiones al descuento | | 5,4% | 69% | 20,3% | 16,2% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de cada uno de los países

5.2.11. Relación moneda de emisión y amortización del capital

Dentro de los países que emiten títulos de deuda con diferencias en cuanto a la forma en la cual se amortiza el capital, es importante tener en cuenta en que moneda están nominados estos títulos y si el capital está indexado o no, información que se presenta en el cuadro 5.5. Como se puede observar en el mismo, en Argentina aproximadamente el 42% de los títulos

emitidos con pagos periódicos de capital, se realiza en moneda externa, situación que no se repite en ninguno de los países analizados.

5.2.12. Conclusiones

Si bien se puede pensar que los mercados emergentes, y sobre todo aquellos que se encuentran dentro de una misma región, puedan seguir el mismo patrón de emisiones de títulos de renta fija, como se pudo observar a lo largo de este apartado, la estructura de emisión de cada país es muy diferente. Entre las características que se tomaron para realizar esta comparación se encuentra: la distribución de los títulos por tipo de emisor, el plazo de vencimiento, si son emisiones al descuento o pagan cupones, y en este último caso, que tipo de cupón presenta el título, y por último como se realiza la amortización del capital. A partir de aquí se observaron las relaciones entre estas variables.

En cuanto a los plazos de emisión llama la atención la cantidad de títulos emitidos a largo plazo de Argentina. Por su parte, México, Brasil y Chile emiten la mayor cantidad de títulos de deuda a medio plazo. Esta situación puede llevarnos a la conclusión errónea que la deuda argentina tiene un menor riesgo de refinanciamiento, y que supera la incapacidad de emitir títulos a largo plazo en moneda local. Sin embargo, cuando analizamos las características de estos títulos, observamos que del 62% de los títulos a largo plazo, el 53% están emitidos indexados a la inflación, y el restante 9% está denominado en moneda externa. A diferencia de Argentina, México es el país cuya emisión de títulos a medio y largo plazo se encuentra en su mayoría emitida con cupón fijo. Estos títulos representan un 54% del volumen en circulación, sin embargo, dentro de esta tipo de títulos, aquellos emitidos en moneda externa corresponden al total de emisiones a largo plazo (23%)

Cuando observamos la distribución de los títulos por plazos dependiendo del ajuste o no del capital, vemos que Argentina y Chile, no emiten títulos sin ajustes de capital a largo plazo. Pero en el resto de las emisiones, difiere en gran medida. En Chile, la mayor proporción corresponde a emisiones a medio plazo, pero sin ningún tipo de ajuste. En Argentina, todos los títulos emitidos con cupón, si están denominados en moneda local, ajustan el capital por el CER. En Brasil, la mayor parte de las emisiones se realizan al descuento, y en segundo lugar, encontramos las emisiones a medio plazo con ajustes de capital. En México, a diferencia de los tres anteriores, se emite una proporción muy elevada de títulos a largo plazo sin ningún tipo de ajuste.

En Argentina la proporción de títulos emitidos con indexación del capital, representan el 50% del total de títulos en circulación. En México las emisiones con cupón variable se deben en su mayoría a emisiones con tasa cupón variable.

Observando los títulos de renta fija emitidos por el gobierno de cada uno de los países analizados, podemos concluir que no siguen un mismo patrón en cuanto a sus características de emisión. Sin embargo, existen puntos en común, que coinciden con las diferencias que encontramos cuando analizamos estos países en relación a los países desarrollados. Entre ellas se encuentran: la denominación de los títulos en moneda externa y gran cantidad de emisiones con cupón variable. Sin embargo, también se observan características muy dispares

entre los países seleccionados, destacando el mercado de títulos públicos de Argentina, como el caso más extremo.

En resumen, en Argentina la mayoría de las emisiones en moneda doméstica, ajustan el capital por un indicador de la inflación de la economía. Además, existen títulos emitidos en moneda externa con tasa cupón variable y la mayoría de las emisiones amortizan el capital en cuotas parciales. El gobierno argentino debe realizar grandes esfuerzos para insertarse nuevamente en el mercado de capitales, ya que la crisis financiera que sufrió Argentina, dejó a su paso la declaración de la cesación de pagos de su deuda pública, situación que no tiene un fácil retorno al mercado de capitales, y que en parte explica la estructura actual de los títulos públicos que se encuentran en circulación en el mercado.

Por ello, la mayoría de los títulos corresponden a emisiones realizadas post-default, con el objetivo de canjear deuda ya existente. Por otro lado, para disminuir el riesgo de crédito de los inversores, el gobierno argentino emitió la mayoría de títulos con amortización parcial del capital. A partir de los hechos que sucedieron en el 2001 en Argentina, es difícil para el gobierno emitir títulos con cupones fijos a vencimientos largos y en moneda local, cuestión que se repite en la actualidad en muchos países emergentes latinoamericanos, sin haber pasado por la crisis financiera que sufrió Argentina en los últimos años.

En los países analizados, si bien no podemos extraer conclusiones en relación a la homogeneidad de sus emisiones, si presentan algunas características comunes, las cuales hacen que la estructura de la deuda sea mejor en cuanto a la calidad de la misma, que las emisiones públicas en Argentina. En primer lugar, todos los países tienen títulos en moneda local a tasa fija, si bien en algunos casos como Brasil, no representan una proporción muy importante, existen en el mercado, y pueden sentar las bases para emisiones futuras. En Chile, estas emisiones representan un 18%, y en México un 30%. Por otro lado, todos los países emiten títulos a medio y largo plazo sin indexar, y sin la necesidad de amortizar el capital en cuotas parciales. Si bien en Argentina si existen emisiones a medio y largo plazo con cupón fijo, solo corresponden a emisiones en moneda externa. El análisis de la evolución de estas características, así como la comparación de las mismas, se realizará en el capítulo 6.

5.3. Comparación de los mercados de renta fija de los países desarrollados y los países emergentes

Como observamos en el apartado anterior, en los países desarrollados que seleccionamos para el análisis se puede encontrar un patrón en cuanto a las características de emisión de los títulos públicos. En general, estos países emiten títulos públicos en moneda doméstica, con cupón fijo, amortización al vencimiento y a medio y largo plazo. En este apartado comparamos los países desarrollados analizados anteriormente con cada uno de los países emergentes. Nos planteamos como objetivo marcar las diferencias que existen entre países desarrollados y emergentes, para observar el funcionamiento de los mercados dentro de países con diferente grado de desarrollo.

5.3.1. Argentina

El mercado de deuda pública de Argentina sufrió numerosos cambios a partir de la declaración de *default* en el año 2001, por ello, es necesario realizar una serie de aclaraciones. En principio vamos a diferenciar entre la deuda emitida antes del 2001 y con posterioridad a este año. La razón es que, luego de que Argentina declarara la imposibilidad de hacer frente a su deuda pública, las emisiones de bonos estuvieron destinadas principalmente al canje de la deuda en *default*. Por lo cual, se destacan dos diferencias importantes en cuanto a las emisiones *pre* y *post default*.

Una de las diferencias existentes es que, al igual que la mayoría de los países emergentes, la deuda pública se emitía en moneda extranjera más que en moneda local. A partir del 2001, la estructura de la deuda argentina fue cambiando, canjeándose parte de la deuda que había sido emitida en moneda extranjera, por títulos emitidos en moneda doméstica. Sin embargo, como veremos más adelante, aproximadamente el 42% de los títulos en circulación aún esta denominado en diferentes monedas externas.

Todos los títulos en moneda local se emiten indexados a la tasa de inflación de la economía por medio de un indicador denominado Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER). La aplicación del índice de ajuste inflacionario tiene como objetivo aumentar la demanda de títulos en moneda local. Antes del 2001 el tipo de cambio estaba fijado por ley, con lo cual, los inversores estaban supuestamente cubiertos del riesgo de devaluación de la moneda en sus tenencias de títulos en moneda local. Sin embargo, a partir del 2002 con la caída del régimen de convertibilidad y la devaluación de la moneda, además de la tradición inflacionaria que tiene Argentina cuando adopta un tipo de cambio flotante, la pérdida de confianza en la moneda local que incluye la tenencia de títulos denominados en la misma, se evidencia directamente en la demanda de este tipo de títulos⁹². Por ello, como veremos a continuación, la mayoría de títulos emitidos en moneda local están indexados a la tasa de inflación de la economía.

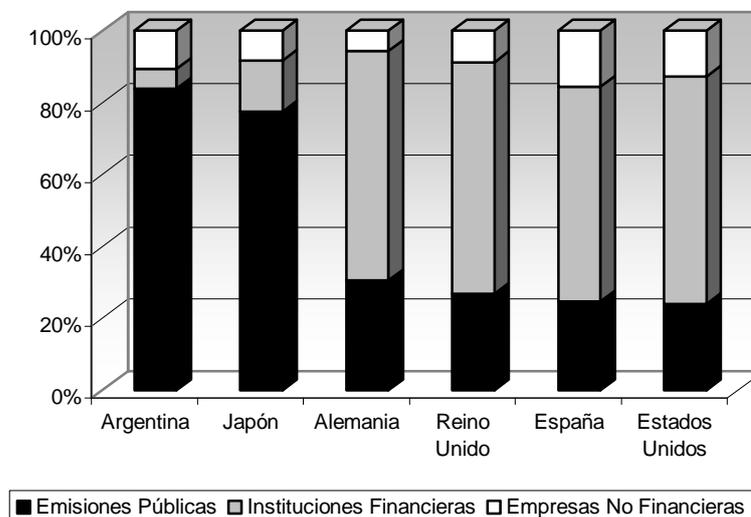
El CER lo constituyó el Ministerio de Economía y Hacienda de Argentina como un indicador de la tasa de inflación de la economía, calculado por el Banco Central de la República Argentina. A partir de aquí, la mayoría de la deuda emitida en pesos ajusta su capital por este índice inflacionario.

5.3.1.1. Distribución de las emisiones por tipo de emisor

Observando la distribución de títulos por tipo de emisor, se puede ver que en la mayoría de los países desarrollados las instituciones financieras emiten un mayor volumen de títulos, excepto Japón, en el cual las emisiones públicas superan a las privadas. Esta misma situación se observa en Argentina, como se puede ver en el gráfico 5.15.

⁹² La economía argentina sufrió dos grandes hiperinflaciones a fines de los '80

Gráfico 5.15. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos por tipo de emisor



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2006

Observar la distribución por tipo de emisor nos sirve para ver la participación que tienen los títulos de renta fija emitidos por el sector público en relación al volumen total de mercado. A lo largo de este apartado se mostrará que en los países emergentes que seleccionamos para el análisis, la estructura de distribución de títulos por tipo de emisor, en general se mantiene para todos los países.

5.3.1.2. Plazos de emisión

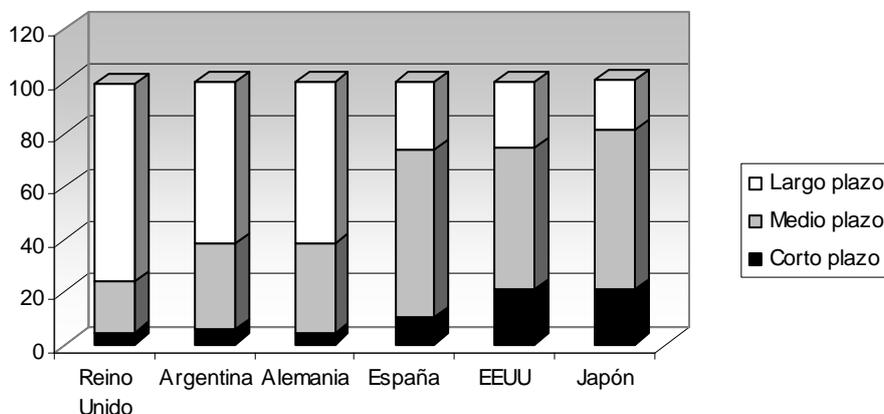
Existen muchas divisiones en cuanto al plazo de emisión, una de ellas es distinguir los títulos entre aquellos que se emiten en el mercado monetario y aquellos que se emiten en el mercado de capitales. Las emisiones que no superan el año pertenecen al mercado monetario, y las que superan el año de plazo, pertenecen al mercado de capitales. Sin embargo, en este trabajo dividimos las emisiones en títulos a corto, medio y largo. Las emisiones a corto plazo son aquellas que no superan el año, a medio plazo entre uno y diez años, y los títulos a largo plazo, aquellas emisiones que superan los diez años.

Como se puede observar en el gráfico 5.16., al igual que Alemania y Reino Unido, las emisiones del gobierno argentino se realizan principalmente a largo plazo. Sin embargo, estos títulos fueron emitidos para canjear deuda en default, que si bien la aceptación del canje era voluntaria, a los tenedores no se les brindó otra alternativa. Esta puede ser una de las causas del elevado volumen en circulación de estos títulos.

Dentro de los títulos con vencimientos entre uno y cinco años se encuentran las Notas emitidas por el Banco Central de la República Argentina (Nobacs), estas notas representan aproximadamente el 8% del total de deuda pública, y se emiten tanto a tasa fija como a tasa

variable. Las Nobacs las emite el Banco Central de la República Argentina, con objetivos de política monetaria. En los países desarrollados en general las notas las emite el Ministerio de Economía de cada uno de los países.

Gráfico 5.16. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos plazo de emisión



Fuente: Elaboración propia en base a datos de cada uno de los países

Dentro de los bonos a medio plazo encontramos los Bonar V y los Boden en pesos y en dólares, que conjuntamente representan el 33% del total de bonos emitidos por el Gobierno. Por último, la deuda a largo plazo representa el 61% del total de los títulos de deuda, dentro de los cuales se incluyen todos los títulos emitidos en el canje del 2004. Una característica especial que encontramos en los bonos emitidos a plazos superiores a los diez años en Argentina, es que los mismos tienen plazos de vencimiento que van desde los treinta a los cuarenta y dos años, y no existen emisiones entre los veinte y los treinta años. En los países desarrollados, salvo el caso de Inglaterra, los bonos públicos no superan los treinta años de vencimiento.

El elevado volumen de deuda emitida a largo plazo y el amplio período de vencimiento en el cual se emiten los títulos públicos en Argentina, tanto en moneda local como en moneda externa, no concuerda con la teoría de que los países emergentes son incapaces de colocar deuda a largo plazo debido a la fragilidad financiera de estos países (Eichengreen et al, 1999). Sin embargo, no debemos olvidarnos que la deuda a más largo plazo, es decir, las emisiones de bonos Par y Discount forman parte del canje de deuda en *default*, que si bien no fue de manera compulsiva, los tenedores de títulos pendientes de reestructuración tuvieron que aceptar el canje, ya que el gobierno no les ofrecía una mejor opción.

5.3.1.3. Tasa cupón

En este apartado se diferencian entre los bonos que se emiten al descuento, aquellos que pagan cupones fijos y los que pagan cupones variables, dentro de los cuales encontramos dos tipos de títulos: los que pagan una tasa cupón variable y aquellos cuyo principal esta indexado. Además encontramos otro tipo de título denominado Unidades Vinculadas al PBI, que se explican detalladamente más adelante.

TÍTULOS AL DESCUENTO

En Argentina se emiten dos tipos de títulos al descuento, las Lebac y las Letras del Tesoro. Las Lebac son letras que emite el Banco Central de la República Argentina con vencimientos que oscilan entre un mes y dos años, y se emiten tanto en moneda local como en dólares estadounidenses. El volumen en circulación de estos títulos es aproximadamente un 5% del total del mercado.

Una de las diferencias con los países desarrollados es que estos no emiten títulos al descuento en moneda externa. Además, una parte de las emisiones en moneda local ajusta el capital por el índice CER, un indicador de la tasa de inflación de la economía, situación que tampoco se repite en los países desarrollados. Las Letras del Tesoro son títulos emitidos por el Gobierno Nacional con vencimientos menores a un año, cuyo volumen de emisión representa el 1,5% del total de títulos público.

TÍTULOS CUPÓN FIJO

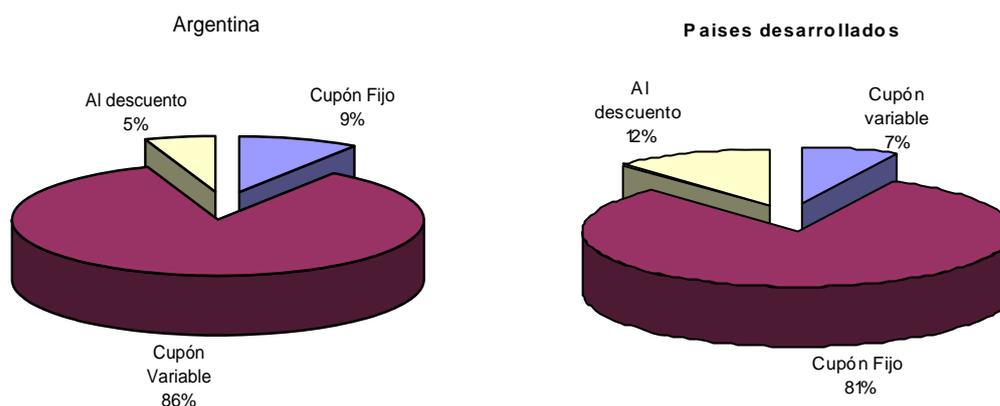
Con anterioridad al 2001, Argentina emitió gran parte de su deuda pública en dólares con cupones fijos y amortización al vencimiento, principalmente los Bonos del Tesoro (Bontes) y los Bonos Globales, ambos títulos en su mayoría canjeados por préstamos garantizados en el año 2001, y luego pesificados en el 2002. A partir de esta fecha se emitieron muy pocos títulos con cupones fijos, ya que la mayoría de ellos se emiten con tasa cupón variable o bien, los títulos que se emiten con tasa cupón fija, ajustan su capital por el índice CER, lo cual convierte al cupón en variable.

Alguno de los bonos que fueron emitidos luego del 2002 con cupones fijos son los Boden 2015 y los Bonar V, ambos títulos emitidos en dólares. El Boden 2015 fue emitido en octubre del 2005 y el Bonar V se emitió en marzo del 2006, ambos forman parte de la nueva estructura de emisión de deuda pública, ya que son títulos con cupones fijos y amortizan el principal íntegramente al vencimiento, características que no se presentan comúnmente en los bonos emitidos luego que Argentina saliera de la convertibilidad. El cambio en la estructura de emisión es una tendencia que se está llevando a cabo en muchos países emergentes y surge a partir de la gran aceptación que están teniendo los títulos de los países emergentes por parte de los inversores internacionales FMI (2006).

El Bonar V es uno de los primeros títulos que se emitió en el mercado en marzo del 2006 sin que su emisión cumpla con objetivos de reestructuración de deuda vieja. No siendo el caso de los Boden 2015, cuyo objetivo principal al igual que todos los Bonos del Estado Nacional, es canjearlo por deuda pública pendiente de pago luego del *default*. Estos dos títulos tienden a asimilarse en cuanto a su estructura a los títulos de los países desarrollados, es decir, cupones fijos y amortización al vencimiento. Sin embargo, una diferencia destacable es que ambos títulos se emiten en moneda externa, más específicamente, en dólares estadounidenses. Dentro de las emisiones con cupón fijo también encontramos los títulos *Discount* denominados

en moneda extranjera, es decir, en dólares, euros y yenes. Los bonos emitidos a tasa fija por el Gobierno argentino representan el 9% del total de bonos públicos como se puede observar en el gráfico 5.17, un porcentaje mucho menor si lo comparamos con el de los países desarrollados, ya que en estos últimos el 81% de los bonos emitidos por los gobiernos centrales son con cupón fijo.

Gráfico 5.17. Distribución por tipo de cupón de los bonos emitidos por los países



Fuente: Elaboración propia en base a datos de cada uno de los países

TÍTULOS CON CUPÓN VARIABLE

Como se señaló anteriormente, los títulos con cupón variable los dividimos en dos: aquellos que pagan una tasa cupón variable y aquellos que pagan cupones variables porque el principal es indexado. Dentro de esta categoría, podemos además incluir las denominadas Unidades Vinculadas al PBI, que si bien pagan cupones indexados, solo lo hacen si el PBI crece.

Como vimos anteriormente en el gráfico 5.17. el 86% de los títulos emitidos luego de la salida de la convertibilidad son cupón variable y/o indexado. En el cuadro 5.6. se puede observar la desagregación de los bonos en aquellos que se emiten con tasa cupón variable, dentro de los que encontramos aquellos cuyo cupón esta vinculado a una determinada tasa de referencia, y los bonos que ajustan el capital por inflación, es decir los bonos con capital indexado. A partir de los que se puede observar en el cuadro 5.6. el 43% del total de bonos circulantes que no paga cupón fijo pertenece a bonos emitidos en moneda doméstica con principal indexado. El 33% se emitieron con tasa cupón variable en moneda externa, el 6,5% en moneda doméstica, y llama la atención que el 2,5% se emite con el capital indexado y además, paga una tasa cupón variable.

Cuadro 5.6. Distribución de los bonos cupón variable y/o indexado

| | Argentina | España | Alemania | Reino Unido | EEUU | Japón |
|--|-------------|----------|-------------|--------------|-------------|--------------|
| Cupón Variable Moneda Doméstica | 52%% | 0 | 0,6% | 24,7% | 9,3% | 2,42% |
| Tasa cupón variable | 6,5% | 0 | 0 | 0 | 0 | 1,6% |
| Capital indexado | 43% | 0 | 0,6% | 24,70% | 9,30% | 0,82% |
| Tasa cupón variable y capital indexado | 2,5% | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

| | | | | | | |
|--|---------------|----------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| Cupón Variable Moneda Externa | 33,3%% | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Total de emisiones con cupón variable | 86% | 0 | 0,6% | 24,7% | 9,3% | 7,3% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de cada uno de los países

En el caso de los países desarrollados el único país que actualmente emite bonos con tasa cupón variable es Japón, ya que los títulos con cupón variable que emiten los gobiernos son títulos cuyo capital esta indexado, ya sea con cupones referenciados a una determinada tasa de interés, o con el principal ajustado por inflación.

UNIDADES VINCULADAS AL PIB

Otro tipo de títulos que no se encuentra en los países desarrollados son las denominadas Unidades Vinculadas al PIB, que si bien son títulos indexados por la tasa de crecimiento de la economía, solo paga cupones si la economía crece, en cuyo caso se diferencia de los títulos con cupones indexados ya que estos últimos siempre pagan cupones. Las Unidades Vinculadas al PIB se emitieron para hacer frente al pago de intereses y capital atrasados durante el período de reestructuración de la deuda. Estos títulos se emitieron en principio vinculados a los bonos Par, Cuasipar y al Descuento, a partir del año 2004, y hasta noviembre del 2005 se negociaban conjuntamente con los bonos Par, Cuasipar y al Descuento. A partir de ese año se separan de estos títulos y comienzan a negociarse de manera independiente. Los pagos se realizan anualmente en el caso de que existan, ya que si el PIB no aumenta con respecto al producto base⁹³, los tenedores no reciben el pago de los cupones.

5.3.1.4. Amortización del capital

En cuanto a la amortización del capital encontramos diferencias muy importantes entre los títulos emitidos en Argentina y los títulos emitidos en los países desarrollados. En primer lugar, la mayoría de los títulos emitidos en moneda local ajustan su capital por el índice CER, lo que no sucede en ninguno de los países industrializados. Por otro lado, mientras que en los países desarrollados amortizan toda su deuda al vencimiento, en Argentina existen diferentes tipos de amortización. En general el pago de amortizaciones coincide con el periodo en el cual se pagan los cupones. Este es el caso de los bonos Par, Cuasipar y al Descuento, cuya amortización se paga en cuotas semestrales al igual que los intereses de estos bonos.

En el caso de los Boden en Pesos la amortización se paga en cuotas semestrales o mensuales, también coincidente con el pago de cupones. Además, al igual que todos los títulos emitidos en pesos, el principal se ajusta por el índice CER. A diferencia de los Boden en Pesos, los Boden en dólares pagan cupones anuales. Solo dos títulos se emiten con amortización al vencimiento, los Boden 2015 y los Bonar V, ambos títulos emitidos en dólares como se señaló anteriormente. Estos títulos corresponden a las últimas emisiones por parte del gobierno argentino, ya que el Boden 2015 se emitió en el 2005 y el Bonar V se emitió en el 2006.

⁹³ El PIB base corresponde a una estimación realizada por el Gobierno desde el año 2004 hasta el 2034.

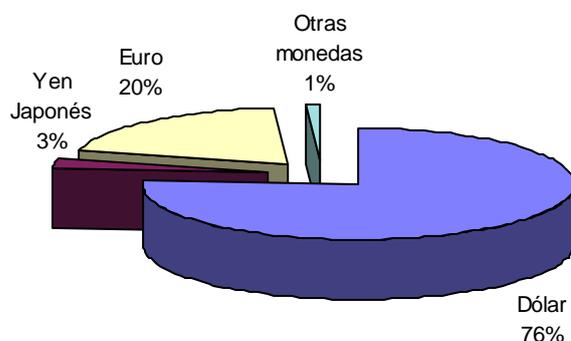
Como señalamos anteriormente, ambas emisiones pueden estar marcando una tendencia por parte de las autoridades económicas a emitir títulos con características similares a los que se emiten en los países desarrollados, o bien están tratando de homogeneizar las emisiones de deuda pública, a partir de que el gobierno argentino está recuperando en parte la confianza de los inversores sobre la marcha de la economía argentina. Sin embargo, no debemos olvidar que tanto los Boden 2015 como los Bonar V se emitieron en moneda externa.

5.3.1.5. Moneda de emisión de bonos públicos

Otra característica destacable que diferencia a Argentina de los países desarrollados es la proporción de deuda emitida en moneda extranjera. Como se puede observar en el gráfico 5.18., del total de títulos en moneda externa, el 76% se emite en dólares, les siguen las emisiones en euros que representan aproximadamente un 20% de las emisiones en moneda externa, el 3% en yenes y el restante 1% se reparte en otras monedas⁹⁴.

El hecho de que los países en desarrollo emitan una gran proporción de deuda denominada en moneda externa a causa de la imposibilidad de colocar deuda en moneda doméstica se ha denominado “pecado original” (Eichengreen et al. 2005). Argentina no se queda fuera de este problema, ya que a pesar de que la proporción de deuda en moneda externa ha disminuido, la emisión de deuda nueva que no tiene como objetivo el canje de bonos en *default*, se está emitiendo en dólares estadounidenses⁹⁵.

Gráfico 5.18. Distribución de títulos públicos por moneda de emisión



Fuente: Elaboración propia en base a datos de cada uno de los países

Por otro lado, al igual que en la mayoría de los países emergentes, en Argentina se produjo un proceso de emisión de deuda pública en moneda local a partir de la reestructuración de la misma. A partir del 2003 las emisiones en circulación en moneda doméstica fueron aumentando, acompañado a partir del 2004 por una disminución de los títulos públicos en

⁹⁴Incluye: Libras Esterlinas, Franco Suizo, Corona Danesa, Corona Sueca, Dólar Canadiense, Dinar Kuwaiti, Dolar Australiano, Dólar canadiense y Opción de conversión a moneda de origen (OCMO).

⁹⁵ Las últimas emisiones de títulos públicos, los Bonar V, se emitieron en dólares y a tasa fija. Actualmente se está evaluando la posibilidad de emitir otro título con las mismas características, denominado Bonar X.

moneda externa. Una diferencia importante a destacar con respecto a los países desarrollados es que la mayor proporción de títulos de deuda pública se emite en moneda local. El único país que emite títulos en moneda externa más específicamente, en dólares estadounidenses es Alemania a partir del año 2005.

5.3.2. Brasil

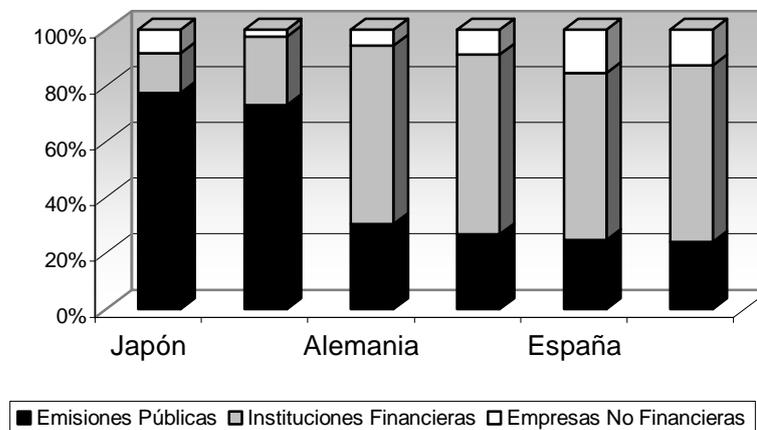
Como anteriormente se señaló, el mercado de renta fija de Brasil es uno de los más importantes de Latinoamérica, ya que es el mercado con el mayor volumen de títulos en circulación de la región (BIS, 2006). Además de su volumen en circulación, en Brasil existe una amplia gama de instrumentos de renta fija emitidos por el sector público, característica que no se presenta en el sector privado. Luego de la devaluación del Real en 1999, el gobierno brasileño se vio en la obligación de cambiar su estructura de los títulos de deuda pública, debido a la incapacidad de emitir deuda con intereses fijos a medio y largo plazo. A continuación se realiza una descripción de la actualidad del mercado con el objetivo de compararlo con los mercados desarrollados.

5.3.2.1. Distribución de las emisiones por tipo de emisor

Como se puede observar en el gráfico 5.19. Brasil tiene una estructura de la deuda pública por tipo de emisor muy similar a la de Japón, y muy distinta al resto de los países desarrollados. Sin embargo, a diferencia de Japón, Brasil tienen una proporción más elevada de títulos en circulación emitidos por entidades financieras.

En el resto de los países desarrollados, se puede observar la preeminencia de las emisiones de instituciones financieras sobre otro tipo de emisiones. El caso de Brasil es interesante, ya que a partir del año 2002 el Banco Central de Brasil dejó de emitir títulos de renta fija. Para poder cumplir con sus objetivos de política monetaria, a diferencia de otros países, el Banco Central puede operar con títulos emitidos por el Tesoro de Brasil. Esto nos lleva a la conclusión que todas las emisiones públicas corresponden a emisiones del Tesoro.

Gráfico 5.19. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos por tipo de emisor



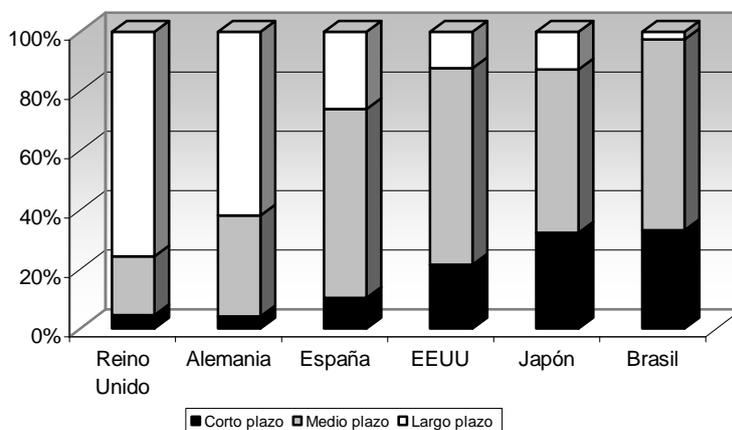
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2006

5.3.2.2. Plazos de emisión

Como se puede observar en el gráfico 5.20. los títulos emitidos por el gobierno de Brasil en su mayoría son a medio plazo. Dentro de ellos se incluyen las Letras Financieras del Tesoro (LFT) que son los títulos de mayor volumen en circulación (36,4%), se emiten al descuento y su nominal se ajusta a la tasa interbancaria brasileña (Selic). Dentro de este segmento además se encuentran las Notas del Tesoro serie B y C, que ocupan el tercer lugar en cuanto a volumen en circulación, es decir que las dos clases de notas representan el 16% de títulos emitidos por el gobierno central. Sus características de emisión son similares, es decir, se emiten con cupones fijos y amortización al vencimiento, pero ajustan el capital por dos tipos diferentes de índices de precios.

Además, en Brasil al igual que en Japón, existe un volumen importante de títulos a corto plazo. Estas emisiones las realiza el gobierno central y no el banco central brasileño. Los títulos a corto plazo son principalmente las Letras del Tesoro Nacional (LTN) que son emisiones al descuento, uno de los pocos títulos que no ajustan el capital por algún indicador de la economía. Si bien se pueden emitir hasta tres años, las emisiones en la actualidad no superan el año.

Gráfico 5.20. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos según el plazo de emisión



Fuente: Elaboración propia en base a datos de los propios países

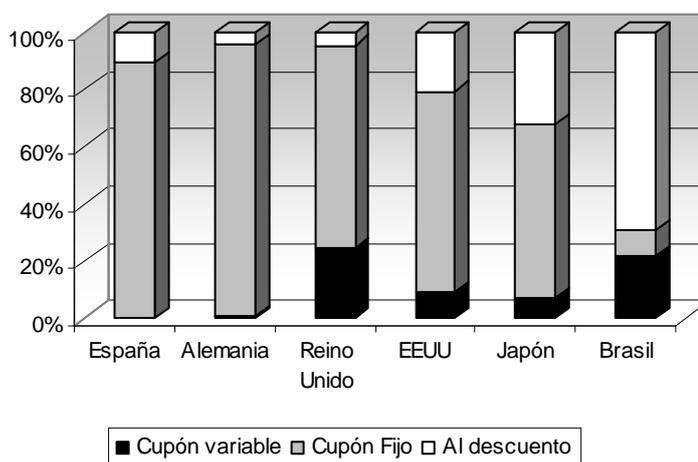
5.3.2.3. Tasa cupón

TÍTULOS AL DESCUENTO

Las emisiones al descuento son una parte muy importante del mercado de títulos de deuda pública en Brasil. Como se puede observar en el gráfico 5.21. la mayoría de las emisiones se realizan en este segmento. En términos comparativos, vemos que Japón y Estados Unidos emiten una proporción importante de títulos al descuento, pero las emisiones con cupón

superan ampliamente a estas últimas. Del casi 70% de las emisiones brasileñas al descuento, el 36,4% ajustan el capital por la tasa de interés de referencia de la economía (Selic), situación que no se repite en ningún país desarrollado que seleccionamos con fines comparativos.

Gráfico 5.21. Distribución por tipo de cupón de los bonos emitidos por los países



Fuente: Elaboración propia en base a datos de los propios países

Antes de la devaluación brasileña en 1999, las LNT superaban en volumen de emisión a las LFT. A partir de la devaluación, vemos que los títulos indexados por la tasa de interés (LFT) aumentan en mayor proporción que los títulos no ajustados. En el 2001 se produjo una caída del volumen en circulación de los principales títulos públicos, como se puede observar en el gráfico 5.22. Esto se debe en parte al aumento del riesgo país debido a la pérdida de confianza de los inversores en relación a la evolución de la economía de los países de la región. Esto afectó la entrada de capitales, lo cual presionó el alza del tipo de cambio que influyó directamente sobre el mercado de títulos de renta fija, principalmente los que estaban indexados por el tipo de cambio⁹⁶.

A partir del 2002, se produce un aumento del volumen en circulación de los títulos de renta fija y sobre todo de las LFT. Actualmente se puede observar una disminución del volumen en circulación de estas letras, a diferencia de las LTN que tienen a partir del 2003 tienen un crecimiento continuo.

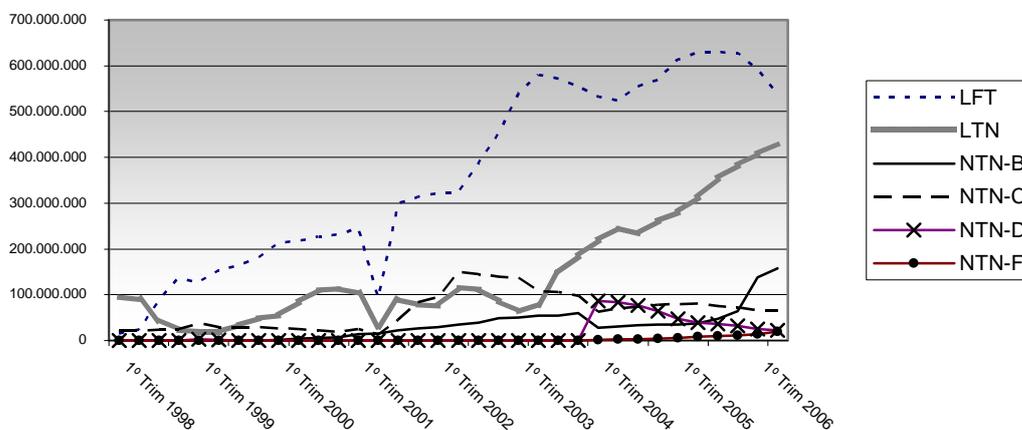
TÍTULOS CON CUPÓN FIJO

Los títulos con cupón fijo en Brasil, como en la mayoría de los países emergentes analizados, es muy pequeña en relación al volumen total de títulos. En el gráfico 5.21. están incluidos los títulos con cupón fijo que se emiten en moneda externa. Si solo tomamos las emisiones en moneda doméstica, las cuales corresponden solo a las Notas del Tesoro Nacional serie F,

⁹⁶ CEPAL, Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 98-99.

representan solo el 1,42%. Estas notas comenzaron a emitirse a partir del 2004 como se observa en el gráfico 5.22.

Gráfico 5.22. Evolución del volumen en circulación de los principales títulos brasileños (miles de Reales)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Fazenda

TÍTULOS CUPÓN VARIABLE

Los títulos con cupón variable en su mayoría son activos que se emiten con el nominal ajustado a un determinado índice de la economía. Este indicador general es o bien un indicador de la inflación de la economía, o de las variaciones del tipo de cambio del real con respecto al dólar estadounidense, o relacionado con algún tipo de interés de la economía. A diferencia de los países desarrollados, aquellos que emiten títulos indexados lo hacen por un indicador de la variación de precios de la economía. Sin olvidarnos de las LFT que ajustan su capital por la tasa de interés referencia de la economía brasilera, en este país existe una variada gama de títulos indexados y abarcan los indicadores más importantes de la economía, es decir, inflación, tipo de cambio y tasas de interés.

5.3.2.4. Amortización del capital

Los títulos en Brasil en general amortizan el capital al vencimiento, son muy pocos los títulos que devuelven el capital en cuotas periódicas, además de representar un pequeño volumen en circulación dentro del mercado (no superan el 1%). Por otro lado, los plazos de vencimiento de títulos que amortizan el capital en cuotas parciales son mayores a los diez años, lo cual es razonable ya que, a mayor plazo, mayor riesgo de impago. Esta forma de emitir títulos se utiliza para disminuir el riesgo de crédito al no amortizar todo el capital al vencimiento del título.

5.3.2.5. Moneda de emisión de bonos públicos

La mayoría de los títulos emitidos por el sector público en Brasil se emiten en moneda doméstica. Del volumen en circulación, el 92% corresponden a títulos en moneda local. En este sentido, el mercado brasileño tiene un punto en común con los países desarrollados, ya que en la mayoría de ellos el total de títulos emitidos por el gobierno pertenece a títulos en moneda local. Los títulos denominados en moneda externa corresponden a emisiones en mercados internacionales, ya sean bonos globales, eurobonos o bonos externos, como así lo define el BIS. En este trabajo incluimos todos estos títulos en emisiones internacionales. Los bonos globales están emitidos en dólares estadounidenses, los eurobonos en euros y los bonos externos, en su mayoría en yenes. Aproximadamente Brasil cuenta con el 7,6% de títulos del gobierno en moneda externa, y aproximadamente el 80% está emitido en dólares estadounidense.

5.3.3. Chile

El mercado de renta fija de Chile es atípico en relación a los mercados de la región. En primer lugar, las emisiones privadas superan ampliamente a las públicas. Pero a diferencia de la mayoría de países desarrollados, las emisiones de empresas no financieras superan a las emisiones de entidades financieras. Por otro lado, dentro de las emisiones públicas, el Banco Central de Chile, y no el gobierno central, es el mayor emisor de títulos de renta fija. En Chile además, se emiten títulos en Unidades de Fomento (UF), una unidad de cuenta que refleja las variaciones de los precios en la economía chilena. Emitir títulos en una unidad monetaria que refleje la inflación, es una de las formas para indexar la deuda a la tasa de crecimiento de los precios.

5.3.3.1. Distribución de las emisiones por tipo de emisor

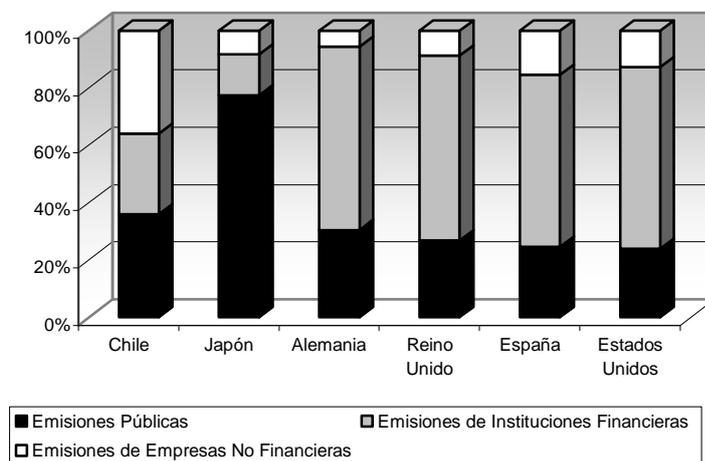
Como se señaló anteriormente, el mayor volumen en circulación en el mercado chileno pertenecen a títulos de empresas no financieras. Esta situación no se repite en los países desarrollados como se puede observar en el gráfico 5.23, en la mayoría, excepto Japón, predominan las emisiones de entidades financieras respecto al resto.

5.3.3.2. Plazos de emisión

Como se muestra en el gráfico 5.24, al igual que en España, Estados Unidos y Japón, en Chile el mayor volumen en circulación corresponde a emisiones a medio plazo. Dentro del volumen en circulación de títulos públicos, en el mercado las principales emisiones corresponden a los Bonos del Banco Central de Chile en pesos y en unidades de fomento (BCP y BCU), cuyas emisiones se realizan a medio plazo y representan el 56% del volumen total de emisiones del Banco Central. Dentro de este segmento se incluyen también los Pagarés Descontables en

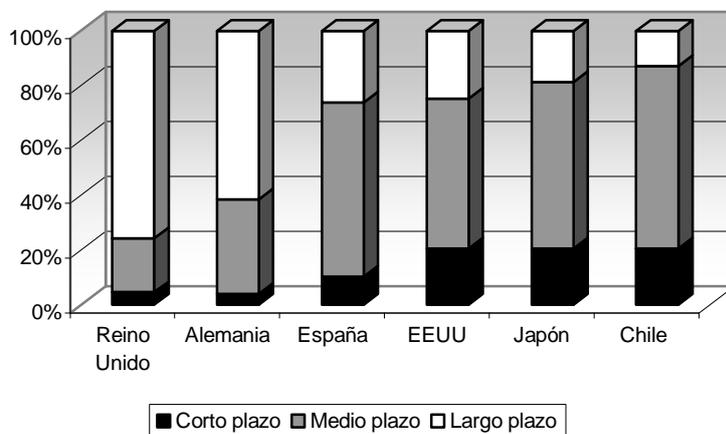
pesos (PDBC), que representan el 30% de los títulos emitidos Banco Central. Una diferencia con respecto a los países desarrollados es que es el Banco Central de Chile el que emite en mayor proporción títulos de renta fija y no el gobierno central de Chile.

Gráfico 5.23. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos por tipo de emisor



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS, 2006

Gráfico 5.24. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos plazo de emisión



Fuente: Elaboración propia en base a datos de los propios países

5.3.3.3. Tasa cupón

TÍTULOS AL DESCUENTO

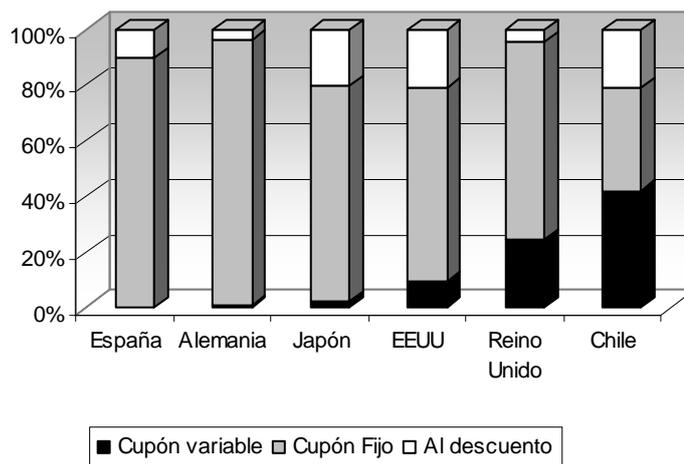
Los títulos al descuento en Chile son los Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC) que se emiten a plazos menores a un año en moneda local. Estos títulos representan

aproximadamente el 11% del volumen total emitido en el mercado. Aunque también se emitieron pagarés en unidades de fomento, estos títulos dejaron de emitirse en el año 2003.

TÍTULOS CON CUPÓN FIJO

Chile emite un volumen muy importante de títulos con cupón fijo, como se puede observar en el gráfico 5.25. Si observamos la estructura de los países desarrollados en relación a los países emergentes, podemos afirmar que los activos de renta fija que emite el sector público chileno se acercan más a los primeros que a la estructura de los países emergentes. El porcentaje de bonos con cupón fijo representa aproximadamente el 36% de los títulos, de los cuales el 19% están emitidos en moneda local, y el 17% restante son emisiones en mercados internacionales denominados en dólares estadounidenses.

Gráfico 5.25. Distribución de los títulos por tipo de cupón



Fuente: Elaboración propia en base a datos de los propios países

TÍTULOS CON CUPÓN VARIABLE

En el caso chileno, la variabilidad del cupón de los títulos se debe únicamente a las emisiones en unidades de fomento. El efecto que tiene sobre el cupón se aproxima al que tuviera si la emisión fuese en moneda local y el capital estuviera indexado a la tasa de inflación de la economía. En el cuadro 5.7. se puede observar la distribución por tipo de cupón de los títulos emitidos por el Banco Central de Chile, es decir, sin tener en cuenta los bonos de reconocimiento.

Cuadro 5.7. Distribución de los títulos por tipo de cupón

| Tipo de cupón | | España | Alemania | Reino Unido | EEUU | Japón | Chile |
|----------------|---------------------|--------|----------|-------------|------|-------|-------|
| Cupón variable | Tasa cupón variable | 0 | 0 | 0 | 0 | 1,6% | 3,5% |

| | | | | | | | |
|--------------|------------------|-------|-------|-------|-------|--------|-----|
| | Nominal Indexado | 0 | 0,6% | 24,4% | 9,3% | 0,82% | 40% |
| Cupón Fijo | | 89,8% | 94,8% | 71% | 69,9% | 77,7% | 35% |
| Al descuento | | 10,3% | 4,1% | 4,2% | 20,6% | 20,64% | 20% |

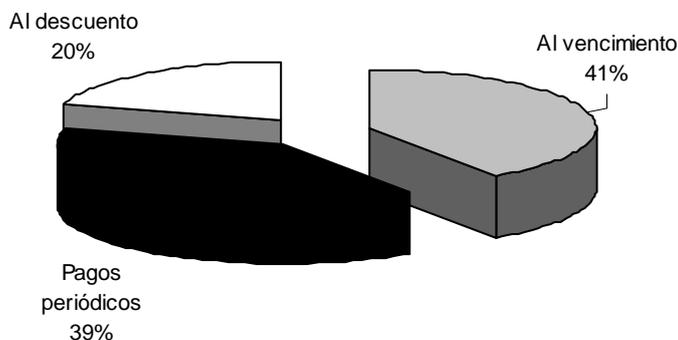
Fuente: Elaboración propia en base a datos de los propios países

En este caso se puede observar que la proporción de títulos con cupón variable es muy importante, cercana al 44% del total. Además, se puede observar que en todos los países desarrollados, los títulos con cupón variable corresponden a emisiones con el capital indexado, al igual que Chile.

5.3.3.4. Amortización del capital

A diferencia de los países desarrollados, Chile emite una proporción importante de títulos con pagos periódicos de capital. Si bien la mayoría de los títulos amortizan el capital al vencimiento, nos encontramos con un 39% que lo hacen en cuotas parciales, como se observa en el gráfico 5.26. En este gráfico se observa que, del 40% de los títulos que amortizan el capital al vencimiento, el 20% se emiten en UF, y el otro 20% se emite en moneda externa. Además, el 20% que se emiten con pagos periódicos, ajusta el capital por inflación.

Gráfico 5.26. Distribución de títulos por tipo de amortización



Fuente: Elaboración propia en base a datos de los propios países

5.3.3.5. Moneda de emisión

Los títulos de deuda que se emiten en moneda externa representan el 20% del total de emisiones del sector público. A diferencia de otros países, en Chile todas las emisiones en moneda externa corresponden a emisiones de bonos globales, en dólares estadounidenses, que se realizan en los mercados internacionales.

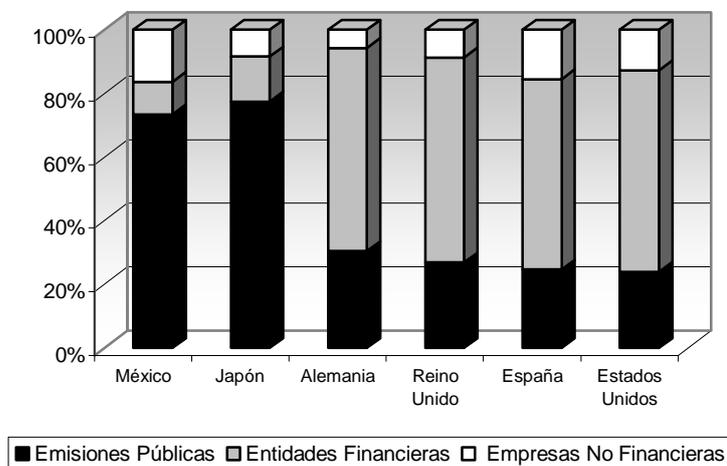
5.3.4. México

El mercado de renta fija mexicano es uno de los más grandes de Latinoamérica, ocupando el segundo lugar en términos de volumen de emisión. México fue el primer país en la década del '90 en sufrir una crisis financiera que lo llevó a declarar el *default* de la deuda pública, y la posterior devaluación del peso mexicano. A partir de esta situación, el gobierno mexicano realizó varios esfuerzos con el objetivo de reducir la vulnerabilidad financiera de su economía, planteándose como objetivo aumentar las emisiones de títulos públicos en moneda local, a tasa fija, así como también aumentar los plazos de emisión de su deuda (Jeanneau, 2005).

5.3.4.1. Distribución de las emisiones por tipo de emisor

Al igual que otros países emergentes, la distribución de emisiones por tipo de emisor en el mercado mexicano, se acerca a la distribución en el mercado de renta fija japonés, pero se aleja de los mercados desarrollados analizados en este trabajo, como se puede observar en el gráfico 5.27. Sin embargo, a diferencia de Japón, dentro de las emisiones privadas predominan aquellas que emiten las empresas no financieras, lo cual sucede también en el mercado chileno como vimos anteriormente.

Gráfico 5.27. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos por tipo de emisor



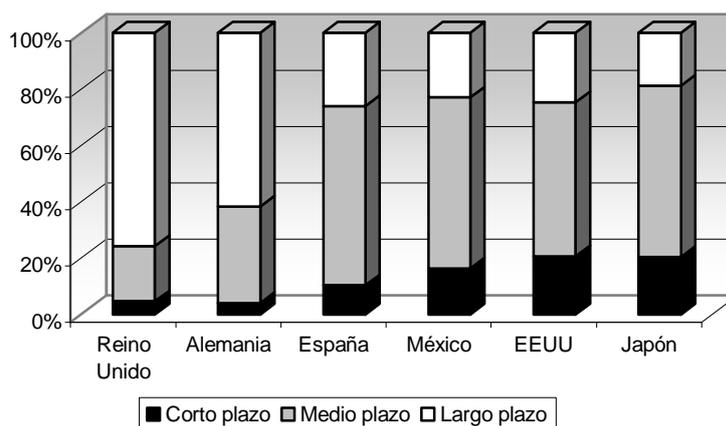
Fuente: Elaboración propia en base a datos de los propios países

5.3.4.2. Plazos de emisión

Como se puede observar en el gráfico 5.28, las emisiones mexicanas distribuidas dependiendo del plazo de vencimiento se acercan bastante a las emisiones españolas, norteamericanas y japonesas. Sin embargo, a diferencia de los países desarrollados, el gobierno mexicano emite una proporción considerable de títulos en moneda externa, lo cual veremos más adelante. Una

diferencia destacable además, es que el Banco de México no emite títulos a corto plazo, como si lo hacen otros países emergentes, sino que emite títulos a medio plazo. Estos títulos se denominan BREMs y están denominados en pesos mexicanos, con tasa cupón variable y amortización al vencimiento. Los títulos a corto plazo los emite el gobierno central y se denominan CETEs, son títulos al descuento en pesos mexicanos. El resto de títulos emitidos en moneda doméstica, son emisiones a medio plazo, y las emisiones a largo plazo corresponden únicamente a títulos denominados en moneda externa.

Gráfico 5.28. Volumen en circulación de títulos de renta fija públicos plazo de emisión



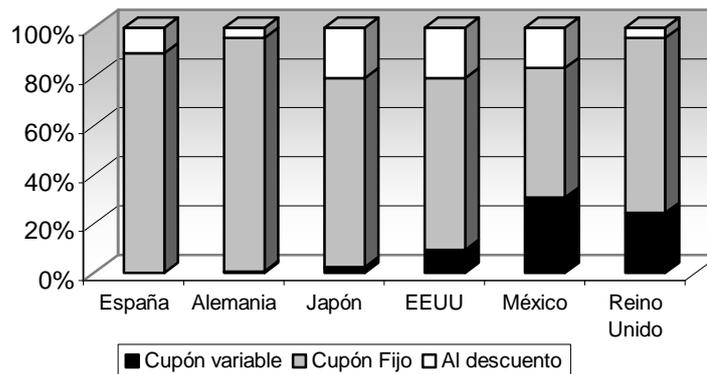
Fuente: Elaboración propia en base a datos de los propios países

5.3.4.3. Tasa cupón

TÍTULOS AL DESCUENTO

Los títulos al descuento, como se señaló anteriormente, están emitidos por el gobierno central de México. Representan aproximadamente el 13% del volumen total de emisiones públicas y están denominados en moneda local. En el gráfico 5.29. se puede observar la distribución por tipo de cupón en relación a los países desarrollados. México emite una mayor proporción de títulos al descuento que Alemania y Reino Unido, sin embargo, se acerca a la proporción de títulos al descuento de Estados Unidos y España. A diferencia de estos dos últimos países, en México las emisiones tienen un plazo mínimo de 28 días, y en Estados Unidos y España el plazo mínimo es de 60 días en el caso del primer país y 90 en el caso del segundo.

Gráfico 5.29. Distribución de los títulos por tipo de cupón



Fuente: Elaboración propia en base a datos de los propios países

TÍTULOS CON CUPÓN FIJO

Los bonos con cupón fijo representan un importante volumen en circulación dentro del mercado mejicano, aproximadamente el 53% del total como se puede observar en el gráfico 5.29. Una cuestión destacable es que, a pesar de que los títulos con cupón variable representan una proporción mayor que los títulos con cupón fijo, el volumen de emisión de títulos con cupón fijo sin ningún tipo de ajuste, que en el caso de México corresponde solo a los Bonos M a partir de su emisión, están presentando un constante aumento. En relación a los países desarrollados, vemos que la estructura de los títulos de deuda en es una de las que más se asimila cuando observamos el resto de los países que describimos anteriormente.

TÍTULOS CON CUPÓN VARIABLE

Los títulos con cupón variable representan un 30% del volumen total en circulación. En su mayoría la variación de los cupones se deben a que la tasa cupón de estas emisiones es flotante, y no por la indexación del capital. Estos títulos son los BREMs, los Bondes y los títulos emitidos por el Instituto de Protección al Ahorro (BPA). Los bonos que ajustan el capital por el índice de inflación se denominan UDIBONOS. En realidad estos bonos están emitidos en Unidades de Inversión, una unidad de cuenta vinculada con la variación de la tasa de inflación de la economía. El gobierno de México también emite los Flotating Rate Notes (FRN), que son títulos con tasa cupón variable, referenciada al Libor, y en moneda externa. En los países desarrollados, como se puede observar en el gráfico 5.29., a diferencia de México, la mayoría de las emisiones se realizan con cupón fijo. Por otro lado, la variación de los cupones en los países desarrollados se debe a la indexación del capital, lo cual no ocurre en México, ya que la mayoría de los títulos con cupón variable se debe a que la tasa cupón es flotante.

5.3.4.4. Amortización del capital

En cuanto a la amortización del capital, en México al igual que en los países desarrollados, no existen títulos con pagos periódicos de capital, todos los títulos se emiten con amortización al vencimiento. En cuanto al ajuste del capital, solo los UDIBONOS son los que ajustan el nominal por la tasa de inflación, representan solo el 5% del volumen en circulación. Por otro lado, el

70% de los títulos se emite en moneda local y sin ningún tipo de ajuste de capital, lo cual es una característica distintiva con los países emergentes que analizamos en este trabajo.

5.3.4.5. Moneda de emisión

El 22% del volumen en circulación de títulos que emite el sector público en México, corresponden a títulos en moneda externa. Luego de Argentina, México es el país que le sigue en cuanto a la distribución entre moneda local y moneda externa dentro del volumen total en circulación. Sin embargo, Argentina se encuentra muy lejos de este porcentaje, y la mayoría de las emisiones en moneda externa, pagan cupones variables, situación que no se repite en México. En relación a los países desarrollados, como pudimos observar a lo largo de este análisis comparativo, en ellos prácticamente no se emiten títulos en otra moneda que no sea la local.

Capítulo 6

**Los principales problemas del
mercado de renta fija argentino:
sus posibles soluciones**

6.1. Introducción

En el año 2005, Argentina retornó al mercado voluntario de capitales, es decir, comenzó a emitir títulos públicos por medio de licitación pública. Desde que se declaró el *default* de la deuda pública en el año 2002, Argentina solo había emitido títulos por medio de colocación directa y con objetivos específicos: compensación por la pesificación asimétrica, canje de deuda impaga, rescate de cuasimonedas provinciales, etc. Esta situación comenzó a cambiar a partir de la finalización del canje de deuda en *default*, lo cual le permitió al gobierno sustituir una proporción muy elevada de bonos, por títulos nuevos (el 76% de la deuda en cesación de pagos), y comenzar a financiarse a través del mercado voluntario de capitales.

El primer bono que se emitió en el mercado voluntario fue el Boden 2014, un título en pesos, que ajusta el capital por la variación de la tasa de inflación. Luego se licitaron Boden 2012 que ya existían en el mercado, y se volvieron a emitir las Letras del Tesoro, títulos a corto plazo (menores de un año) en moneda local, pero por medio de colocación directa a organismos públicos descentralizados como la AFIP (Administración Federal de Ingresos Públicos), ANSES (Administradora Nacional de Seguridad Social), FFRE (Fondo Fiduciario para la Reconstrucción de Empresas), entre otros. Ya en 2006 se emitieron los Bonar, que fueron los primeros títulos que pagan una tasa de interés fija y amortizaban el capital al vencimiento.

Se puede observar que cuando Argentina cayó en *default*, para lograr la aceptación de los nuevos títulos por parte de los tenedores de bonos, propuso una variedad de estructuras en relación a monedas, plazos, cupones, etc. A partir de la finalización del canje, y en forma progresiva, el gobierno argentino está intentando estandarizar la estructura de los bonos públicos, entendiendo la misma como la tendencia a homogeneizar las emisiones públicas y acercarlas a estructuras típicas de los mercados desarrollados que analizamos en la primera parte de este trabajo es decir, bonos a medio y largo plazo, con cupón fijo y amortización al vencimiento. Por otro lado, el gobierno logró aumentar los plazos de vencimiento de los bonos en moneda externa y emitir un título en pesos, con cupón fijo y amortización al vencimiento, siendo el último título que se había emitido con estas características en el año 1997⁹⁷.

A partir de 1990, la evolución de las estructuras de las emisiones públicas se pueden dividir en tres períodos:

1. Primer período: de 1993 hasta el 2001
2. Segundo Período: entre el 2002, año en el que se declaró el *default* argentino, y la finalización del canje de deuda pública en marzo del 2005.
3. Tercer Período: del 2005 hasta la actualidad, período en el cual Argentina recupera su capacidad de financiarse a través del mercado de capitales. Los títulos que se emitieron a lo largo de este período en este trabajo, se denominan deuda nueva.

En el primer período (1992-2001), que se describe en la primera parte de este capítulo, se observa un mercado de capitales en crecimiento, debido en parte, a la implementación del Plan

⁹⁷ Este título se denominó Euroletra/\$ y era una letra emitida en el mercado internacional.

Brady que le dio más dinamismo al mercado de renta fija al aumentar tanto el volumen de emisión como de negociación de este tipo de títulos. Sin embargo en relación a la estructura de los bonos públicos se observa una clara predominancia de títulos en moneda externa (pasando del 85% en el 1993 al 94% en el 2000). En relación a los títulos en moneda local, la mayoría de las emisiones se realizaban a tasa cupón variable, referenciada a la tasa de interés que se paga por los depósitos en caja de ahorro mensual de las principales entidades financieras, y la frecuencia de pago de intereses se realizaba en forma mensual. Estos títulos en pesos, además, amortizaban el capital en varias cuotas a lo largo de la vida del bono.

El segundo período se caracteriza por el canje de deuda pública en *default*, y por la emisión de bonos públicos con el objetivo de compensar a los agentes perjudicados con la salida de la convertibilidad. El canje se basó en la pesificación de la deuda en moneda extranjera y la reducción del volumen y los servicios de la deuda en *default*. La totalidad del volumen emitido de títulos se realizó por medio de colocación directa, por lo tanto, la estructura de la misma se encuentra correlacionada con la demanda del mercado. Por otro lado, se caracterizó por una gran proporción de títulos en moneda local, pero vinculada a la evolución de la inflación, además de realizar amortización parcial del capital. No analizamos este período ya que no nos aporta información de la capacidad del gobierno para conseguir financiación, debido a la forma de las emisiones, y el origen de los títulos.

El tercer período, el cual nos proponemos explicar en la segunda parte de este capítulo, se caracteriza por el intento por parte del gobierno de ingresar al mercado de capitales en condiciones normales, sin embargo, vamos a observar como, por las condiciones tanto internas como externas, le es difícil volver a colocar títulos de deuda en el mercado voluntario, y contar con un programa de emisión continua que le de mayor certidumbre a los inversores.

En la primera parte de este capítulo realizamos un resumen de la situación del sistema financiero a lo largo de los '90, enfatizando el comportamiento del mercado de renta fija público y privado. En la segunda parte describiremos cuales fueron las características de emisión de los títulos públicos a partir del canje del 2005, con lo cual reforzaremos la afirmación de que el gobierno está intentando estandarizar la estructura de los títulos de deuda, para que la misma converja a los estándares de países desarrollados, sin embargo, los problemas tanto económicos como políticos/institucionales, llevan a dificultar esta tarea. Dentro de la segunda parte se presenta el concepto de calidad de la deuda, se explica como Argentina vuelve a financiarse a través del mercado de capitales, y si en este proceso mejora la calidad de la deuda.

En la última parte, se realiza un resumen de los problemas que enfrenta el mercado argentino de renta fija en su conjunto, y en particular, el mercado de títulos públicos. En este apartado, además, utilizamos la descripción y análisis de los mercados emergentes presentado en el capítulo 4 y 5, con el objetivo de observar como estos mercados lograron mejorar la calidad de su deuda pública.

6.2. El sistema financiero argentino durante los '90

6.2.1. Reformas y evolución del sistema financiero

En la década del '80, la economía argentina atravesó un período de estancamiento acompañado de numerosos problemas políticos y económicos. Los principales indicadores económicos nos muestran lo que posteriormente se denominó "la década perdida"⁹⁸: el PIB permaneció estancado, los precios crecían en forma sostenida, la moneda se depreciaba en forma continua, se evidenciaba un proceso de huida de capitales, además de un fuerte déficit fiscal y una deuda externa que continuaba creciendo. Este escenario fue propicio para que durante la década de los '90 se produjeran grandes cambios con el objetivo de realizar reformas estructurales, liberalizar la economía y lograr una mayor estabilidad monetaria. Junto con las políticas de liberalización, el gobierno argentino promulgó un régimen de tipo de cambio fijo, con el objetivo de disminuir la inflación que había sido uno de los problemas más importantes a fines de la década de los '80 y principios de los '90.

Las ideas de liberalización, desregulación, reformas estructurales, etc. se conocen en la literatura económica como Consenso de Washington, como así lo denominó su principal exponente Williamson en 1990. Según Ocampo (2005) el Consenso de Washington es un "conjunto de reformas tendentes a extender el papel de las fuerzas del mercado", lo que en resumen era disminuir el papel del sector público para dejar paso a que el libre mercado mejore la eficiencia de la economía. Esta corriente se basaba en diez ideas principales, las cuales se intentaron implementar en Argentina durante la década del '90. Las mismas eran: disciplina fiscal, reordenación de las prioridades del gasto público, reforma tributaria, liberalización de las tasas de interés, tipo de cambio competitivo, liberalización del comercio, liberalización de la inversión extranjera directa, privatización, desregulación y fijación de claros derechos de propiedad. Estas ideas se tomaron como eje para realizar las reformas estructurales en Argentina, como vamos a ver a lo largo de este capítulo.

Uno de los sectores en donde se realizaron importantes reformas fue el sistema financiero. El conjunto de reformas se denominó plan de convertibilidad e incluía: la ley de convertibilidad, las reformas bancarias, la implementación de políticas orientadas a la apertura financiera y comercial, las privatizaciones de las empresas públicas, el cambio en el sistema previsional y reformas fiscales en términos impositivos.

Una cuestión destacable es que durante los '80 el financiamiento tanto de las empresas como del gobierno se realizaba a través de préstamos bancarios. Las sucesivas reformas a lo largo de la década, principalmente con el canje de deuda bancaria que mantenía el gobierno con entidades financieras externas por bonos públicos, denominado Plan Brady, fue uno de los cambios más importantes en relación a la naturaleza del endeudamiento público y privado. Esta situación es muy importante en nuestro análisis, ya que gracias a las reformas que se realizaron durante los '90 fue posible el desarrollo del mercado de capitales y del sistema financiero en su conjunto.

⁹⁸ La CEPAL denominó a la década de los '80 como "la década perdida" para todos los países latinoamericanos debido al gran deterioro que sufrieron los principales indicadores macroeconómicos.

Sin embargo, el desarrollo del sistema financiero no fue el esperado, en parte por problemas internos, pero además por el desencadenamiento durante toda la década del '90 de sucesivas crisis financieras en economías emergentes. El desarrollo de las crisis financieras y su efecto sobre la economía argentina refleja la vulnerabilidad de esta economía ante cambios en las expectativas de los inversores externos, o lo que es lo mismo, la fragilidad ante la entrada y salida de capitales.

Varios autores señalan que la evolución de la economía argentina durante los '90 se puede dividir en dos, tomando como limite la crisis del Tequila en 1994. Esta crisis marca un antes y un después en la evolución de las principales variables económicas. La evolución del sistema financiero, su desarrollo y los períodos de crisis es lo que se pretende analizar en este capítulo, tomando como punto de partida la reforma monetaria en 1991. En primer lugar, se realiza un breve resumen de la ley de convertibilidad, así como su efecto sobre las principales variables macroeconómicas y el desarrollo del sistema financiero. Luego se describe el proceso de apertura financiera, las privatizaciones y la reforma del sistema previsional, así como la reforma en el sector bancario y el mercado bursátil, para dejar paso en el próximo apartado al análisis más detallado del mercado de renta fija.

6.2.1.1. Ley de convertibilidad

La promulgación de la Ley de Convertibilidad fue uno de los principales sucesos económicos de los años '90. Si bien existen opiniones diversas en relación a sus ventajas y desventajas, esta ley perseguía el objetivo de disminuir la tasa de inflación de la economía y fortalecer la credibilidad en la moneda nacional. En primer lugar el ministro de economía Domingo Cavallo, estableció una banda de fluctuación del tipo de cambio con un máximo de 10000 australes y un mínimo del 8000 australes⁹⁹, por lo que si el tipo de cambio alcanzaba el limite superior, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) vendía dólares y en el caso que disminuya por debajo del valor mínimo, compraba dólares en el mercado. Luego, en 1992 el austral se reemplazaría por el peso a una tasa fija de 10000 australes por peso y fijando la paridad peso dólar en uno a uno. Esta ley convertía al BCRA en una caja de conversión, el cual debía tener reservas internacionales correspondientes al 100% de la base monetaria, por lo que el uso de políticas monetarias y cambiarias de forma discrecional quedaban muy limitadas.

La ley de convertibilidad se encontraba dentro de una serie de reformas estructurales y programas de estabilización que varios autores llaman Plan de Convertibilidad (Kiguel, 2001; Levy Yeyati, 2001, etc.). El plan de convertibilidad incluía además una profunda reforma del Estado a través de privatizaciones de empresas públicas y la desregulación de los mercados de productos y factores, reformas en el ámbito de la seguridad social, apertura comercial y reformas fiscales en términos impositivos (Levy Yeyati, 2001). Para fortalecer la confianza en el régimen de convertibilidad, en 1992 se reformó la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina (BCRA). Una de las principales reformas fue el establecimiento de la total independencia del BCRA con respecto al Ministerio de Economía. La nueva carta orgánica además establecía que, si bien el 100% de la base monetaria debía estar respaldada por

⁹⁹ El austral era la moneda de circulación en Argentina desde 1985.

dólares, el BCRA podía respaldar hasta un 20% de esas reservas con bonos públicos emitidos en dólares.

Por otro lado, se determinó que el BCRA no puede asumir nuevos pasivos que devenguen intereses, lo cual elimina la posibilidad de generar déficit cuasifiscales a través de deuda contraída por el BCRA. Se elimina la posibilidad de que el BCRA sea garante de los depósitos de los bancos, por tanto deja de cumplir con el rol de prestamista de última instancia (Rodríguez, 1994). En este período se estableció el aumento de los encajes bancarios sobre los depósitos en dólares y una disminución de los encajes de los depósitos en pesos, lo que tenía por objetivo aumentar las transacciones en moneda local (Rapoport, 2000).

El régimen de convertibilidad cumplió con el objetivo de estabilizar los precios, ya que de una variación del IPC de alrededor del 5000% en el año 1989, se pasó a un 84% en el año 1991 en solo un año de vigencia de la ley, además de seguir su tendencia decreciente durante toda la década del '90, llegando a 1996 a una tasa del 0,1% anual. En el cuadro 6.1 podemos observar como a partir de 1999, la inflación cae en picada, llegando a 1999 con deflación de precios.

Cuadro 6.1. Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el Gran Buenos Aires
Serie Base 1999=100

| Período | Tasa de inflación anual (%)* |
|---------|------------------------------|
| 1989 | 4923,6% |
| 1990 | 1343,9% |
| 1991 | 84,0% |
| 1992 | 17,5% |
| 1993 | 7,4% |
| 1994 | 3,9% |
| 1995 | 1,6% |
| 1996 | 0,1% |
| 1997 | 0,3% |
| 1998 | 0,7% |
| 1999 | -1,8% |
| 2000 | -0,7% |

*Datos correspondientes a la inflación acumulada a lo largo del año

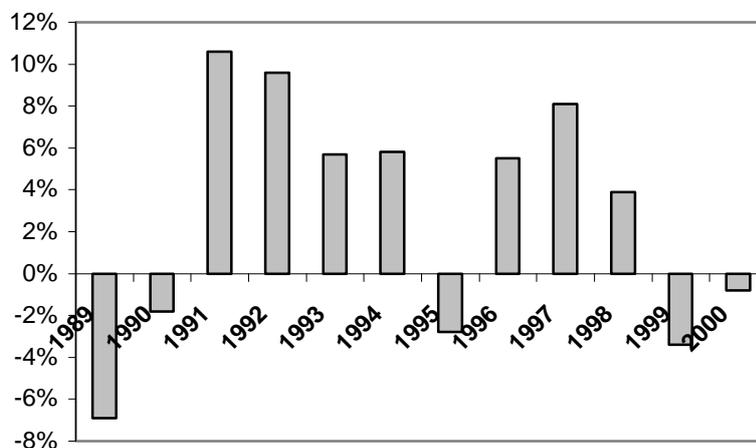
Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Sin embargo, no hay que dejar de lado los efectos adversos de tener un régimen de tipo de cambio fijo a lo largo del tiempo. Si bien se logró el objetivo de la estabilización de precios, otras variables macroeconómicas como el PIB, la tasa de desocupación, inversión fija, tipos de interés, etc. no mostraron una tendencia favorable durante este período. Por otro lado, durante toda la década se produjo una apreciación de la moneda doméstica, afectando directamente la competitividad de la economía. Como se puede observar en el gráfico 6.1, la evolución del PIB presenta dos claros ciclos, antes y después de 1995. Entre 1990 y 1995 se observa un crecimiento sostenido del PIB, creciendo a una tasa promedio del 7,6% anual. EN 1995 se produjo una breve recesión, causada principalmente por los efectos de la crisis del Tequila.

En el año 1996 se inicia un nuevo ciclo, en el que el crecimiento del PIB se mantiene, volviendo a caer en 1998, en parte por problemas internos, pero también afectado por la crisis asiática. A

partir de aquí se inicia un período de contracción del producto, que no terminará hasta la caída del régimen de convertibilidad en el año 2002.

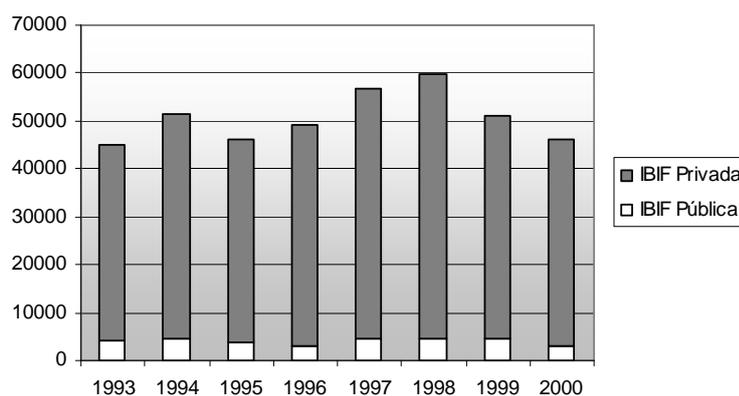
Gráfico 6.1. Tasas de crecimiento del PIB (% anual)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Los ciclos también se pueden observar en la variable que mide la Inversión Bruta Interna Fija, la cual, a excepción de 1998, sigue el mismo ciclo que la tasa de crecimiento del PIB. En el gráfico 6.2. se puede observar que la inversión pública no varía prácticamente, sin embargo, la inversión privada es la que marca la tendencia ascendente o descendente de la Inversión Bruta Fija Total.

Gráfico 6.2. Inversión Bruta Interna Fija Pública y Privada (millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

Otra de las variables que experimentó un deterioro durante los '90 fue la tasa de desempleo. El desempleo en 1990 era del 7,4% de la población económicamente activa, para 1999 esta

variable había crecido hasta doblar la cifra anterior, llegando a representar el 14,3%; con un pico del 17,2% en el año 1996¹⁰⁰. El crecimiento de la tasa de desocupación es consecuencia por un lado de la apreciación cambiara lo cual, conjuntamente con la apertura comercial (reducción de barreras arancelarias y cuantitativas) provocó un aumento de las importaciones, una mayor competencia externa, llevando a una caída del nivel de actividad interna. Por otro lado, el crecimiento de la desocupación se correspondió con la recesión económica que se acentuó a partir de 1998.

Otra de las consecuencias negativas de los diez años de convertibilidad fue el aumento del endeudamiento externo. Por un lado, la fijación del tipo de cambio disminuye la incertidumbre de los inversores externos con respecto a la estabilidad del tipo de cambio, lo cual genera incentivos para realizar operaciones de arbitraje como consecuencia del diferencial de tasas de interés domésticas e internacionales. Por otro lado, el diferencial de tasas de interés lleva a que las entidades tanto públicas como privadas se endeuden en el exterior. Ambos efectos suponen una entrada masiva de capitales, lo cual aumenta la presión sobre el tipo de cambio real, lo que profundiza aun más los dos efectos.

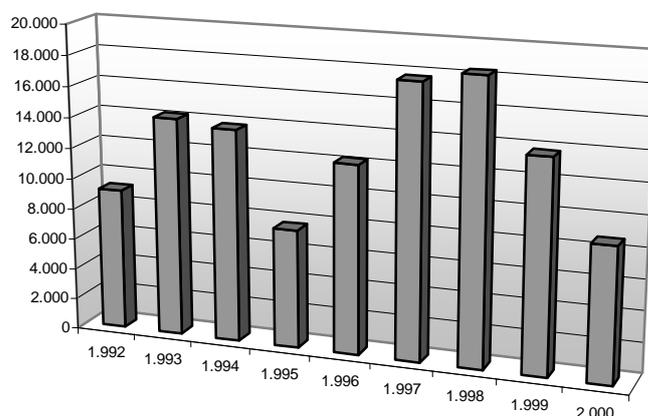
6.2.1.2. La apertura financiera

El sector financiero, como vimos anteriormente, no quedo fuera de las reformas estructurales aplicadas a principios de los '90. La apertura financiera consistió principalmente en liberalizar la cuenta de capitales y desregularizar el sector financiero. La liberalización de la cuenta de capital fue total, como lo afirman algunos autores, (Penido de Freitas y Magalhães Prates, 2000), ya que se eliminaron todos los controles de los movimientos de capitales entre Argentina y cualquier país del mundo. Esta política tenía como objetivo lograr la máxima integración con el mercado internacional de capitales, ya que las autoridades económicas sostenían que las restricciones existentes impedían que el sistema financiero funcione de una manera eficiente (Damill, Frenkel y Mauricio, 2003).

La libre entrada y salida de capitales llevó a un aumento de los flujos de capitales internacionales hacia la economía argentina, en parte, por la falta de controles de capital, pero por otro lado, a nivel mundial se había producido un fenómeno de acumulación de capital que buscaba nuevos mercados (Barquín y Carlino, 2006). Esta situación sumada a la caída de las tasas de interés internacionales, provocó grandes flujos de capitales de los países desarrollados hacia los países emergentes (Damill, Frenkel y Mauricio, 2003). Se puede observar en el gráfico 6.3 que en toda la década del '90 los flujos de capitales han presentado saldos positivos, pero se observa que en el año 1995, posterior a la crisis del Tequila y al aumento de los tipos de interés anunciados en el tercer trimestre de 1994 por el Tesoro Norteamericano, el saldo de la cuenta de capital disminuyó.

¹⁰⁰ Datos del INDEC.

Gráfico 6.3. Saldo de la cuenta capital y financiera de la balanza de pagos
 (en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Si bien la recuperación fue muy rápida, se volvió a experimentar una importante salida de capitales a partir de 1999, lo cual tiene que ver con la recesión económica que había comenzado en 1998, los efectos de la crisis rusa y la devaluación brasileña. El destino principal de la afluencia de capitales fue el sector privado no financiero, lo cual se puede observar dentro del saldo de la cuenta de capital y financiera en el cuadro 6.2. En 1992 el 77% de las entradas de capital tenían como destino este sector. Sin embargo, a lo largo de la década, la renegociación de la deuda pública y el endeudamiento externo del gobierno lleva a que esta situación cambie.

Cuadro 6.2. Estimación del Balance de Pagos: Cuenta capital y financiera
 (millones de dólares)

| | 1.992 | 1.993 | 1.994 | 1.995 | 1.996 | 1.997 | 1.998 | 1.999 | 2.000 |
|-------------------------------------|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| Cuenta capital | 16 | 16 | 18 | 14 | 51 | 66 | 73 | 149 | 106 |
| Cuenta financiera | 9.153 | 14.180 | 13.764 | 7.687 | 12.198 | 17.643 | 18.281 | 13.623 | 8.626 |
| <i>Sector Bancario</i> | 1.305 | -1.695 | 1.999 | 4.692 | -197 | -909 | 3.505 | 1.330 | 67 |
| BCRA | 288 | -3.064 | 444 | 1.922 | 1.003 | -586 | -512 | -1.033 | 762 |
| Entidades financieras privadas | 1.017 | 1.369 | 1.555 | 2.770 | -1.200 | -323 | 4.017 | 2.363 | -695 |
| <i>Sector Público no Financiero</i> | 796 | 7.014 | 3.994 | 5.855 | 9.024 | 8.163 | 9.361 | 10.886 | 8.253 |
| Gobierno Nacional | 1.352 | 6.376 | 4.367 | 6.325 | 8.755 | 6.806 | 9.525 | 10.108 | 7.409 |
| Gobiernos Locales | 43 | 879 | 190 | 394 | 733 | 1.733 | 149 | 1.364 | 1.276 |
| Empresas y otros | -599 | -241 | -563 | -864 | -464 | -376 | -313 | -586 | -433 |
| <i>Sector Privado No Financiero</i> | 7.053 | 8.861 | 7.771 | -2.860 | 3.371 | 10.389 | 5.414 | 1.407 | 305 |
| Total | 9.169 | 14.196 | 13.781 | 7.701 | 12.249 | 17.709 | 18.354 | 13.772 | 8.732 |

Fuente: En base a datos del MECON

A partir de 1993 el sector público no financiero toma relevancia, principalmente por el acuerdo del Plan Brady¹⁰¹, además del paquete de ayuda enviado por el FMI en 1995 para solventar los efectos del contagio de la crisis del Tequila. Se puede observar en el cuadro.6.2 que el saldo de la cuenta capital y financiera del sector público no financiero no presentó la misma evolución que la del sector privado no financiero, y a lo largo de toda la década aumentó su participación en el balance de pagos, pasando de un 9% en 1992 a un 80% en 1999.

Volviendo al sector privado, se puede observar que a la vez que tiene una participación muy importante en el saldo de la cuenta capital, también es la que presenta los movimientos más bruscos durante la década del '90. Un ejemplo claro es la variación de 1994 a 1995, pasando de mostrar una entrada de capitales de 7.771 millones de dólares, en 1995 la tendencia se revirtió, representando un déficit de 2860 millones de dólares. Según varios autores, la salida de capitales que se observó en el sector privado no financiero correspondió a la formación de activos externos por parte de las empresas, como por la brusca disminución del ingreso de capitales vía mercados primario y secundario de acciones, ambos efectos consecuencia del contagio de la crisis mexicana (Damill, Frenkel y Mauricio, 2003; Heymann, 2006).

Además de considerar la distribución del flujo de capitales externos por sector, es necesario ver en que tipo de activo se invirtieron esos fondos externos. En las cuentas nacionales, los pasivos externos se dividen en Inversión Directa, dentro de la cual se encuentran los aportes de capital en bienes tangibles e intangibles, los créditos y deudas entre el inversor directo y la empresa de inversión directa, la reinversión de utilidades y las transferencias accionarias o de participaciones de capital realizadas entre un residente y un no residente, la Inversión en Cartera, que comprende las transacciones en títulos de participación en el capital y títulos de deuda, los préstamos y servicios financieros de los organismo internacionales, y un apartado en denominado Otros Pasivos, en donde encontramos los pasivos con acreedores oficiales, Bancos, Atrasos, Otros depósitos, líneas de crédito, agencias oficiales, Proveedores y otros y Deuda refinanciada en el Plan Financiero 1992 (MECON, 2000). Nosotros extraemos los acreedores oficiales de los componentes de Otros Pasivos, ya que representan un ítem importante dentro del mismo. El cuadro 6.3 muestra una estimación de los pasivos externos por destino de la inversión, lo cual nos brinda una idea de cómo se colocaron los fondos que ingresaron a la economía argentina.

Cuadro 6.3.Pasivos externos por destino de la inversión
 (en millones de dólares a fin del período)

| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Inversión directa | 11.524 | 16.303 | 18.520 | 22.428 | 27.991 | 33.589 | 42.084 | 47.898 | 62.088 | 67.769 |
| Inversión de cartera | 4.158 | 8.441 | 43.268 | 41.930 | 49.983 | 66.039 | 80.481 | 84.955 | 81.303 | 76.432 |
| Organismos Internacionales | 8.653 | 7.783 | 11.250 | 12.274 | 16.212 | 17.683 | 18.158 | 20.572 | 22.374 | 23.858 |
| Acreedores oficiales | 9.220 | 9.355 | 9.914 | 11.070 | 11.775 | 10.249 | 7.979 | 7.382 | 5.934 | 4.629 |
| Otros* | 18.805 | 23.399 | 13.506 | 15.295 | 19.032 | 19.512 | 23.790 | 24.995 | 26.275 | 27.186 |

Nota: *Corresponden a Bancos, Atrasos, Otros depósitos, líneas de crédito, agencias oficiales, Proveedores y otros y Deuda refinanciada en el Plan Financiero 1992

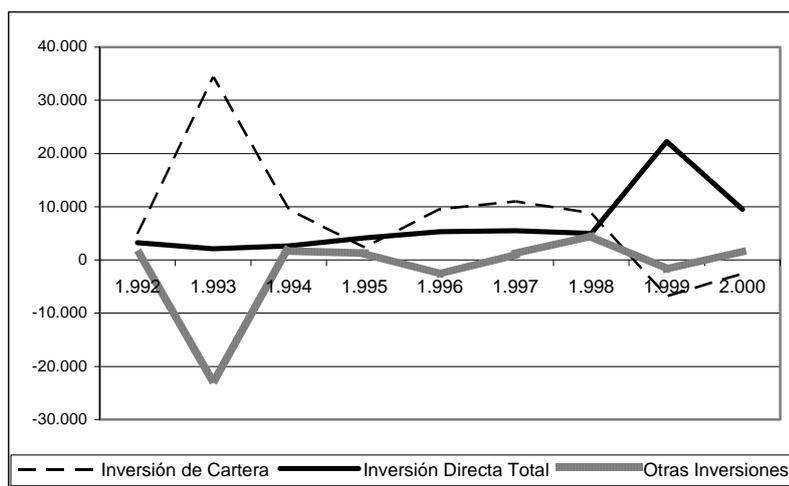
Fuente: Datos de la DNCI

¹⁰¹ El Plan Brady se explicará en el apartado 6.1.2.

La evolución del mercado de bonos y de acciones se explicará con más detalle a lo largo de este capítulo, sin embargo nos resulta importante señalar las diferencias con respecto a los años anteriores a los '90. Durante la década del '70 y '80 los bancos externos eran los principales acreedores de la economía argentina. Esta situación cambió a partir de la reestructuración de la deuda con el denominado Plan Brady, lo cual hizo que gran parte de la deuda que el gobierno tenía con bancos externos se transformaran en bonos. Esta situación se observa en la variación abrupta del volumen de la cuenta de inversión en cartera 1992 y 1993.

Hay que tener en cuenta que no es lo mismo hablar de ingreso de capitales para inversión en cartera ya que en general supone un aumento de deuda externa, que de los ítems como inversión directa que no suponen una variación en la deuda neta de la economía. Por otro lado, dentro de la cuenta Inversión en Cartera, se puede ver la superioridad de los títulos de deuda sobre las acciones. En el gráfico 6.4 se presentan los ingresos netos de capitales en donde la inversión directa fue generalmente constante a lo largo de la década del '90, hasta 1999 año en el cual se produce la operación de adquisición de YPF (Yacimientos Petrolíferos Fiscales), por parte de una empresa española, Repsol.

Gráfico 6.4. Estimación de la posición de la Inversión internacional: Ingresos netos (en millones de dólares a fin del período)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la DNCI

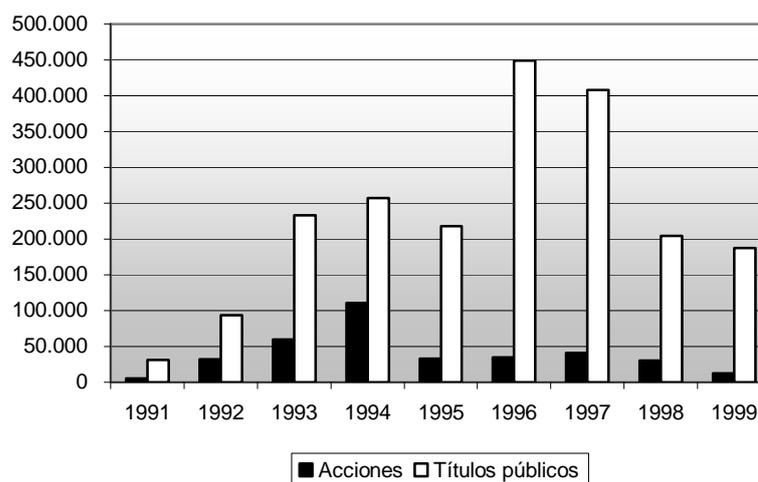
En relación a las inversiones en cartera adquieren relevancia en 1993, cuestión que ya explicamos anteriormente, para luego caer en forma abrupta en los años 1994 y 1995, años en los cuales se desencadena la crisis del Tequila y suben las tasas de interés de Estados Unidos. A partir de 1996 se observa un aumento de los ingresos netos hacia las inversiones en cartera, para volver a caer en 1998, año en el que se produce una nueva caída de los flujos de capitales hacia las economías emergentes en general a causa de la crisis asiática, pero además Argentina experimentaba un período de recesión interna.

Por otro lado, a principio de los '90 el gobierno argentino implementó una política de disminución de las regulaciones que afectaban el mercado de capitales, otra de las causas del

aumento del ingreso de capitales cuyo destino eran los bonos y acciones. En 1991 comenzó el proceso de desregularización del mercado de capitales, año en el cual se eliminaron los impuestos sobre las operaciones bursátiles y se autorizó a las entidades privadas a emitir títulos de deuda en moneda extranjera. En este año reformó la ley Nro 23576 de obligaciones negociables, con el objetivo de exceptuar a las emisiones de obligaciones negociables de toda carga impositiva y eliminar el plazo mínimo de emisión, que anteriormente estaba fijado en dos años.

En el gráfico 6.5 se puede observar el crecimiento de los montos negociados de títulos de renta fija y variables a principios de los '90 tanto en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) como en el Mercado Abierto Electrónico (MAE). A partir de 1993 en el MAE no se negocian acciones, con lo cual el volumen de negociación de acciones solo corresponde al realizado en la BCBA. Por otro lado, en la BCBA el volumen de negociación de las obligaciones negociables es muy pequeño y hasta 1997 no se negociaban en este mercado¹⁰².

Gráfico 6.5. Volumen negociado de Acciones y Títulos Públicos
(en miles de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNV

Se observa en el gráfico 6.5 que el volumen de negociación de acciones aumentó hasta 1994. En este período se privatizaron varias empresas públicas, y en el proceso de privatización el 30% de los montos desembolsados se realizaron mediante la colocación de acciones en la bolsa, lo cual aumentó tanto el volumen de acciones en el mercado, como su volumen de negociación en el mercado secundario. Al igual que la mayoría de las variables macroeconómicas, el volumen de negociación de los títulos públicos y de las acciones se vio influenciado por las diferentes crisis económicas en los países emergentes en 1994, 1997 y 1999, lo cual es producto de la dependencia del sistema financiero en su conjunto a la entrada y salida de capitales extranjeros. En períodos en los cuales se produce un aumento del riesgo de los países emergentes, los capitales fluyen hacia inversiones menos arriesgadas, lo cual

¹⁰² En las estadísticas oficiales, el volumen de negociación de las Obligaciones Negociables se incluyen dentro del volumen negociable de títulos públicos.

lleva tanto a una caída abrupta de la entrada de capitales en los países emergentes, como a una caída en la liquidez del mercado secundario, cuyo efecto se ve reflejado en parte por la caída en el volumen de negociación de estos activos. La evolución de los ingresos netos de la cuenta de capital por sectores (cuadro 6.4) nos muestra que al principio de los '90 el sector privado no financiero era el sector que mayor afluencia de capitales externos recibía. Sin embargo, esta situación comenzó a cambiar a partir de 1993 con el canje de créditos bancarios por bonos Brady, en donde se sustituye el destino de los flujos financieros desde el sector privado no financiero hacia los bonos del gobierno.

Cuadro 6.4. Balanza de pagos, cuenta capital, inversiones en cartera
 (en millones de dólares)

| | 1.992 | 1.993 | 1.994 | 1.995 | 1.996 | 1.997 | 1.998 | 1.999 | 2.000 |
|------------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Sector financiero* | 673 | 1.210 | 820 | -298 | 1.465 | 1.086 | 1.096 | 188 | 250 |
| Sector público no financiero | -29 | 25.892 | 4.470 | 2.504 | 9.116 | 4.536 | 5.955 | 5.297 | 2.633 |
| Sector privado no financiero | 1.391 | 3.184 | 1.436 | 1.437 | 527 | 4.654 | 3.851 | 508 | -987 |

*Incluye las emisiones del Banco Central de la República Argentina

Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

A modo de conclusión, se puede observar que a pesar de los grandes esfuerzos por parte del gobierno de liberalizar el sector financiero, si bien al principio de la década la economía había comenzado a crecer y aumentaron tanto el volumen de emisión como de negociación de los títulos en el mercado de capitales, a fines de la década del '90 estas variables comenzaron a mostrar nuevamente una desmejora en su evolución. El PIB cayó como consecuencia de las crisis financieras de Asia, Rusia y Brasil, pero además por la disminución de la actividad económica a causa de la apreciación de la moneda y de la sustitución de la producción interna por bienes importados.

El aumento de las necesidades de financiamiento del gobierno, conjuntamente con los esfuerzos del mismo para liberalizar el mercado de capitales, produjo un aumento del financiamiento externo, lo cual aumentó la vulnerabilidad de la economía ante las diferentes crisis financieras de los países emergentes, como a los movimientos de las variables macroeconómicas de los principales países desarrollados. Un ejemplo de este último efecto es que varios autores encontraron que los movimientos de capitales desde los países desarrollados hacia los países emergentes tiene una correlación negativa con la tasa de interés de la economía desarrollada, es decir, que cuando la tasa de interés de los países desarrollados aumenta, lo que se observa a fines del '94 cuando el tesoro de Estados Unidos anuncia la suba de tasas de interés, disminuye el flujo de capitales hacia las economías emergentes. Con respecto al desarrollo del mercado de capitales, si bien se observaron signos de mejora en las condiciones de acceso tanto para las empresas como para los inversores, gran parte de los flujos de capitales estuvieron sesgados a la financiación del sector público.

6.2.1.3. Otras reformas: Privatización y cambios en el Sistema Previsional

Durante los primeros años de la década del '90 se implementaron otras reformas que incidieron en el desarrollo del sistema financiero. Una de las políticas implementadas por el gobierno fueron las privatizaciones de empresas públicas. Las mismas tenían como objetivo: equilibrar el presupuesto público, ya que la mayoría de ellas eran deficitarias; eliminar o disminuir las ineficiencias producto de la protección de los mercados en donde operaban estas empresas; y cubrir déficit presupuestarios que el gobierno venía arrastrando desde hacia varios años (Rapoport, 2000)¹⁰³. Uno de aspectos de este proceso de privatizaciones fue que se aceptaba como parte de pago títulos públicos, lo cual por un lado, permitía reducir la deuda pública y por el otro, daba señales a los mercados internacionales acerca del rumbo de las políticas económicas (Kulfas y Schorr, 2003). La venta de las empresas públicas trajo aparejado un aumento en el dinamismo del mercado de acciones, crecimiento que se puede observar a partir de 1992 durante el cual las empresas privatizadas emitieron un 30% de su valor en las diferentes Bolsas de Comercio.

Otra reforma importante que afectó directamente al sector público fue la reforma previsional. En 1994 se pasó de un sistema que era totalmente público a uno mixto, es decir, a un sistema que combina un sistema de capitalización y con uno de reparto. Este sistema mixto permitía la opción de mantenerse en el viejo régimen de reparto o de incorporarse al nuevo régimen gestionado por las Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensión (AFJP). Si se elegía la última opción, en el momento de jubilarse el individuo percibía una parte de la jubilación aportada por el Estado y una parte aportada por las AFJP la que correspondía a la renta acumulada por el individuo en la AFJP correspondiente. Esta reforma se realizó a partir de los grandes problemas del sistema previsional argentino, ya que los recursos que se obtenían por medio de aportes y contribuciones sobre los salarios, no alcanzaban para financiar las prestaciones previsionales, teniendo que recurrir a impuestos, recursos fiscales, etc. para poder sostener el sistema previsional (Cetrángolo y Grushka, 2004).

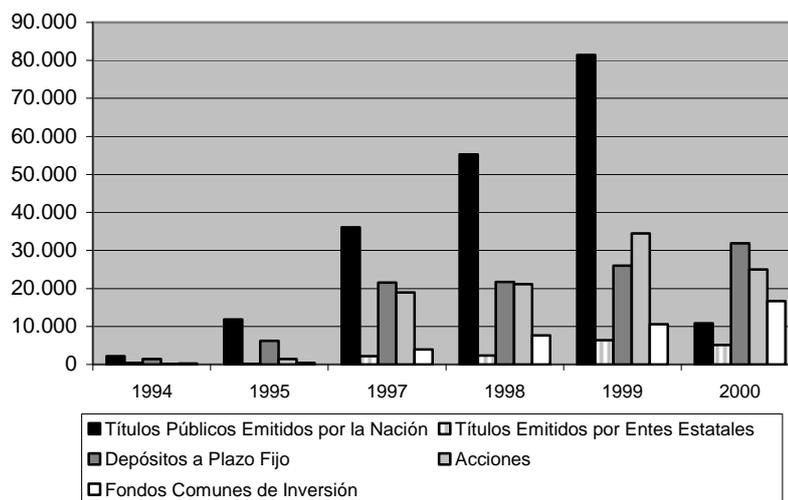
La reforma en el sistema previsional tuvo una influencia muy importante en el sector financiero argentino, principalmente en el mercado de capitales, ya que a partir de la creación de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP's) se implantó formalmente una base de inversores institucionales que tuvieron y tienen una participación muy importante, principalmente en el mercado de renta fija de títulos públicos. Por ley, las AFJP's podían mantener en su cartera un porcentaje de títulos públicos más elevado que el que se le permitía para el resto de los activos, un 50% de su cartera podía estar constituida por bonos públicos, lo cual creaba una mayor demanda y le brindaba al mercado una mayor liquidez. Se puede observar en el gráfico 6.6 como evolucionaron las inversiones de las AFJP's desde su creación en el año 1994 hasta el 2000. Las inversiones en títulos públicos fueron las que predominaron hasta 1999, año en el cual se produce una caída en la proporción de títulos públicos en las carteras de estas entidades.

Además, en el cuadro 6.5 podemos observar cual es la proporción de títulos públicos y demás activos en relación a su volumen en el mercado que las AFJP's mantenían en cartera hasta 1997. En el caso de los títulos públicos vemos que a fines de 1997 representaban

¹⁰³ Si bien este último objetivo no se planteó como tal, es lo que sucedió a medida que el gobierno iba recibiendo los ingresos de las privatizaciones.

aproximadamente un 8% del total de los títulos en circulación en el mercado. En 1994, el año en el cual se implementó la reforma, se observa un aumento del volumen de negociación de los títulos en el mercado secundario, sin embargo, el mismo disminuye en 1995 caída que se relaciona a la crisis del Tequila y sus efectos sobre las expectativas de los inversores en los países emergentes.

Gráfico 6.6. Inversiones de las AFJP durante los '90 (Cientos de u\$s)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CNV

Cuadro 6.5. Porcentaje de activos financieros en la cartera de los fondos de Pensión (millones de pesos a diciembre de cada año)

| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|---------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Depósitos | | | | |
| Total | 46.915,80 | 43.195,50 | 53.575,90 | 62.569,50 |
| Fondos de pensiones | 145 | 618 | 756 | 1205 |
| Fondos/mercado % | 0,31% | 1,43% | 1,41% | 1,93% |
| Letras hipotecarias | | | | |
| Mercado | 954,75 | 860,1 | 559,52 | 485,12 |
| Fondos de pensiones | 0 | 0 | 25,6 | 29,4 |
| Fondos/mercado % | 0% | 0% | 5% | 6% |
| Títulos públicos | | | | |
| Mercado | 27.623 | 32.421 | 39.461 | 46.161 |
| Fondos de pensiones | 261,97 | 1333,67 | 2814,72 | 3649,68 |
| Fondos/mercado % | 0,90% | 4,10% | 7,10% | 7,90% |
| Obligaciones negociables | | | | |
| Mercado | 720,25 | 2006,9 | 2937,48 | 2546,88 |
| Fondos de pensiones | 30,71 | 217,49 | 414,35 | 351,82 |
| Fondos/mercado % | 4,30% | 10,80% | 14,10% | 13,80% |
| Acciones | | | | |
| Mercado | 36.529 | 37.062 | 44.358 | 54.290 |
| Fondos de pensiones | 8 | 146,1 | 998,1 | 1598,3 |
| Fondos/mercado | 0,02% | 0,39% | 2,25% | 2,94% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNV

Sin embargo, como se observa en el cuadro 6.5, vemos que el volumen de negociación de los títulos públicos aumentó a partir de 1996, cayendo nuevamente en 1997. En términos del mercado de renta fija, podemos concluir que la reforma provisional ayudó a la creación de nuevos actores en el mercado de capitales, sin embargo, esta mejora se vio empañada al principio por la crisis del Tequila y sus efectos sobre las economías emergentes.

6.2.1.4. El sector bancario

Las reformas estructurales que se realizaron durante toda la década del '90 no excluyeron el sector bancario. Se pueden destacar algunos hechos relevantes en este período: el cambio de regulación y la liberalización del sistema financiero a partir de la ley de convertibilidad, y el proceso de concentración bancaria. Antes del plan Bonex, en el cual el gobierno confiscó una gran parte de los depósitos a cambio de un bono a diez años en 1990, la intermediación financiera en moneda local tenía como destinatario el Estado, ya que por medio de altos encajes, depósitos indisponibles, etc., se apropiaba de los recursos financieros (FIEL/Banco Mundial, 1993). Por otro lado, el gobierno direccionaba el crédito a determinados sectores privilegiados, determinaba las tasas de interés e imponía barreras a la entrada de nuevas entidades al mercado (Legnini, Lliteras; 1997).

Luego de la crisis económica que experimentó Argentina a fines de los '80, el sistema bancario estaba inmerso en una gran incertidumbre, la mayoría de los instrumentos financieros como los depósitos tenían vencimientos que no superaban los siete días, el volumen de créditos estaba restringido por la falta de depósitos a más largo plazo, etc. En términos de regulaciones, se implementaron una serie de reformas que en una primera etapa (1991-1994) seguían la corriente liberalizadora de los mercados que se había observado en otros sectores¹⁰⁴ y a partir de 1995 como consecuencia básicamente del efecto Tequila, exigían una mejora en la supervisión de las entidades bancarias siguiendo estándares internacionales.

En 1992 se reforma la Carta Orgánica del Banco Central (BCRA) prohibía a que este organismo contraiga pasivos o remunere los encajes o requisitos de liquidez. Además, la reforma establecía que el BCRA no podía garantizar los depósitos bancarios. Juntamente con esta reforma, se modificó la Ley de Entidades Financieras, con el objetivo de autorizar a los bancos a captar depósitos en dólares por cuenta y orden de la propia entidad con el objetivo de realizar préstamos al sector privado (FIEL/Banco Mundial, 1993), lo que significó el primer paso para la dolarización de los activos y pasivos de las entidades financieras¹⁰⁵. Esta ley además otorgó el mismo tratamiento para las entidades domésticas que para las extranjeras, ya que a partir de 1981 se había implementado un régimen de "bloqueo" a la entrada de nuevas entidades financieras (Damill, Frenkel y Mauricio, 2003).

Si bien se realizaron varias reformas en términos de encajes, requisitos mínimos de capital, etc. a partir de la crisis del Tequila estas reglamentaciones comenzaron a modificarse. A grandes rasgos, la devaluación mejicana provocó una corrida bancaria que comenzó en diciembre de 1994 y culminó en mayo del año siguiente. El total de depósitos que perdió el sector bancario

¹⁰⁴ Denominado Consenso de Washington que explicamos en la introducción.

¹⁰⁵ Antes de la reforma de la Ley de Entidades Financieras, los depósitos que captaban las entidades financieras en moneda externa, los mantenía el BCRA dentro de sus reservas internacionales.

en este período ascendía al 18% del total. El efecto inmediatamente posterior, pero que permaneció más tiempo fue la caída de los préstamos, lo cual llevó a una caída del nivel de actividad (Kiguel, 2001).

Las regulaciones que se implementaron para fortalecer el sector bancario en 1995, a causa de los efectos de la crisis del Tequila, correspondían a la predisposición por parte del gobierno para acercar la normativa interna a la normativa internacional sobre las entidades financieras. Entre ellas se encuentra la fijación de un capital mínimo del 11,5% en relación a los activos de riesgo, y la fijación del encaje o requisitos de liquidez del 33% para depósitos a la vista y en caja de ahorros y del 2% para depósitos a plazo fijo, ambos requisitos se encontraban por encima de las recomendaciones del comité de Basilea. Estas normas, así como un régimen más estricto para calificar deudores, la creación de un sistema de garantía de los depósitos fijando el aporte de cada entidad en relación al total de sus depósitos¹⁰⁶, etc. intentaban aumentar la solvencia del sistema bancario y fortalecer la supervisión del Banco Central. Además, entre 1994 y 1996 se liquidaron y fusionaron 59 instituciones financieras. Algunos autores opinan que entre 1991 y 1994 muchas de ellas no operaban eficientemente, pero las condiciones macroeconómicas favorables permitían que sobrevivieran dentro del sistema (Damill, Frenkel y Mauricio, 2003; Cuenin y Busso, 2000).

Cuando se impusieron las nuevas regulaciones de capitales mínimos, requisitos mínimos de liquidez y se produjo la disminución de los flujos de capitales al sistema financiero argentino, la mayoría se fusionaron o fueron adquiridas, y a otras entidades financieras se les prohibió la continuación de sus actividades como entidades financieras, ya que no cumplían los requisitos que se habían implantado luego de la corrida de depósitos por la crisis del Tequila.

Los efectos de la crisis sobre las variables económicas no perduró en el tiempo, como veremos más adelante, a fines del '95 tanto los depósitos como los préstamos volvieron aproximadamente a sus niveles anteriores a la crisis. Sin embargo, se produjeron cambios tanto en la estructura de los activos y pasivos de los bancos, como en la estructura de todo el sistema bancario. Los cambios que se produjeron en los flujos de fondos, se verán más adelante. Nos centramos por ahora en los cambios que tienen que ver con la estructura del sector financiero: la concentración bancaria y la entrada masiva de la banca extranjera.

La concertación bancaria fue la consecuencia de numerosas fusiones y adquisiciones, y las privatizaciones de los bancos públicos. Como se mencionó anteriormente y se puede observar en el cuadro 6.6, entre 1994 y 1996 se fusionaron y liquidaron 59 entidades financieras. Según datos del BCRA el 56% de las entidades financieras se fusionaron, el 24% se les quitó el permiso para seguir operando y los bancos restantes pertenecen a privatizaciones o cambios en su naturaleza jurídica. Sin embargo, si bien la disminución del número de entidades por fusiones es un síntoma de concentración bancaria, no la representa totalmente. Para ello es necesario observar la distribución de los depósitos y los préstamos entre las entidades existentes.

¹⁰⁶ Este fondo se crea a causa de la falta de un prestamista de última instancia a partir del Régimen de Convertibilidad. Esta función la cumplía el BCRA.

Cuadro 6.6. Evolución del número de entidades financieras

| Tipo de entidad | dic-94 | dic-96 |
|----------------------|------------|------------|
| Bancos Públicos | 33 | 22 |
| Nacionales | 4 | 3 |
| Prov. y Municipales | 29 | 19 |
| Bancos Privados | 135 | 98 |
| SA Capital Nacional | 66 | 62 |
| Extranjeros | 31 | 28 |
| Cooperativos | 38 | 8 |
| Total Bancos | 168 | 120 |
| No Bancarias | 37 | 26 |
| Total Sistema | 205 | 146 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

En 1994 había 205 entidades, de las cuales las diez primeras se quedaban con casi el 50% de los depósitos totales del sistema. En el año 2001 la cifra de entidades se redujo a 108, y la proporción de depósitos que mantenían los diez primeros bancos ascendía a casi el 60%. Entre las causas del cierre o fusión de varios bancos luego de la crisis del Tequila, la principal fue la retirada de los depósitos de las entidades más pequeñas hacia entidades más grandes que los agentes económicos realizaron por la pérdida de confianza en estas entidades (Cuenin y Busso, 2000).

Como consecuencia de la crisis, se establecieron requisitos mínimos de liquidez, que a diferencia de los encajes pueden cumplirse a través de inversiones en determinados activos financieros. Estos requisitos se calculaban sobre el plazo residual de los pasivos, y eran mayores para los depósitos a la vista y en caja de ahorro que tienen un plazo menor de vencimiento, 33%, y para aquellos depósitos a plazo fijo con plazos de vencimiento mayores, el requisito de liquidez era solo del 2%. En general, los bancos grandes tienen más capacidad para obtener depósitos a más largo plazo, y por ende, los costos de mantener recursos inmovilizados era menor que para los bancos más pequeños (Cuenin y Busso, 2000). La entrada masiva de bancos extranjeros se puede observar en el cuadro 6.7. El efecto de la entrada de la banca externa se experimentó en casi toda Latinoamérica, sin embargo, Argentina, junto con Chile, son los países cuyo mayor volumen de activos bancarios se encuentran en bancos extranjeros, y son los que más crecieron durante la década del '90.

Cuadro 6.7. Participación de la banca extranjera en los activos bancarios de Latinoamérica (% del total de activos bancarios internos)

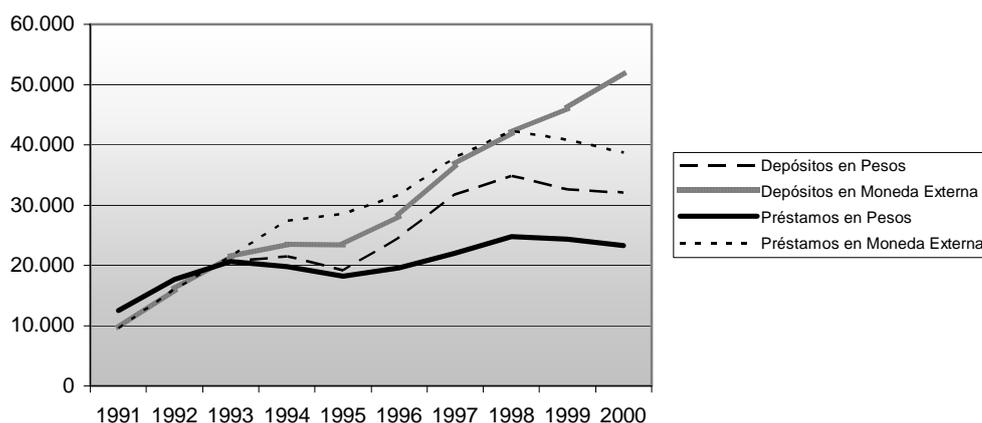
| Países | 1990 | 1994 | 1999 | 2000 | 1990-2000 |
|-----------|------|------|------|------|-----------|
| Argentina | 10 | 18 | 49 | 49 | 39 |
| Brasil | 6 | 8 | 17 | 23 | 17 |
| Chile | 19 | 16 | 54 | 54 | 35 |
| México* | - | 1 | 19 | 24 | 24 |

*México tenía prohibida la entrada de bancos extranjeros hasta 1990

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CEPAL, 2004

En relación al cambio en la estructura de activos y pasivos de las entidades financieras, el plan de convertibilidad provocó la aparición de un régimen bimonetario, ya que el gobierno permitía fijar los contratos en pesos o en dólares, sin ningún tipo de diferencia entre uno y otro, y además se prohibió la indexación, tanto de los activos físicos como de los activos financieros. Esta situación se evidenció en una elevada dolarización, tanto de los depósitos como de los créditos locales. Según Damill et al, (2002), los individuos y las entidades financieras encontraban una protección contra la inflación manteniendo activos en dólares, principalmente por el período inflacionario que había sufrido Argentina en los años anteriores a la fijación del tipo de cambio. Como se puede observar en el gráfico 6.7 entre 1991 y 1994 tanto los préstamos en moneda externa y los depósitos en moneda local y externa, aumentaron en forma sostenida. Entre las causas encontramos: mayor estabilidad económica a partir de la implementación de la ley de convertibilidad, entrada masiva de capitales por la apertura financiera y la caída pronunciada de la tasa de inflación. Pero además, en este período se verificó una disminución de las tasas de interés, tanto pasivas como activas, en pesos y en moneda externa.

Gráfico 6.7. Volumen de depósitos y préstamos (millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

La caída de las tasas de interés activa provocó la disminución del margen de intermediación de los bancos, disminuyendo los costos de intermediación financiera, lo cual hace que disminuyan los costos operativos del sector bancario, logrando una mayor eficiencia del mismo (Damill, Frenkel y Mauricio, 2003). La situación cambia a partir de 1995, como consecuencia de la crisis del Tequila y los cambios que se realizaron para que el contagio de la crisis mejicana no tenga efectos severos sobre sistema financiero. Además de la fuga de capitales que explicamos en la sección anterior, los depósitos se trasladan desde bancos pequeños a bancos grandes o de capitales extranjeros, y además, a pesar de que a principio de la década del '90 se había prohibido al Banco Central ser prestamista en última instancia, el mismo suplantó esta tarea reduciendo los encajes de liquidez.

Volviendo al volumen de depósitos y préstamos, en 1991 el total de préstamos representaba el 12% del PIB, creciendo durante casi toda la década del '90, hasta llegar a 1999 a representar

el 27%. La proporción de depósitos y préstamos sobre el PIB, se utiliza para medir el grado de intermediación financiera, a mayor porcentaje de préstamos y depósitos sobre el PIB, mejor funcionan los bancos como canalizadores de los ahorros a las inversiones, y por lo tanto más eficiente es el sistema, (Beck, Demirgiu-Kunt, Levine; 1999). Los depósitos pasaron de representar un 8,7% del PIB en 1991 a un 29% del PIB en el año 2000. Sin embargo, si comparamos esta cifra con otros países, se verifica que en relación al grado de intermediación financiera, Argentina se encuentra dentro de los países de más bajos ingresos (países con un PIB per cápita menor a 786 dólares). El cuadro 6.8 presenta una estimación del porcentaje de depósitos sobre el PIB de un conjunto de países dependiendo del grado de ingresos per cápita.

Cuadro 6.8. Crédito bancario al sector privado (% del PIB).
 Promedios simples entre 1990-1997

| PBI per cápita / País | Crédito bancario al Sector Privado | |
|-----------------------|------------------------------------|--------------------|
| | (% del PBI) | Cantidad de Países |
| Más de 9656 | 72,4 | 234 |
| Entre 3125 y 9656 | 32,8 | 166 |
| Entre 786 y 3125 | 28,3 | 308 |
| Menos de 786 | 12,7 | 300 |
| Argentina | 15,2 | |

Fuente: Datos de Todesca, Acosta Ormaechea, 2003

Vemos que entre 1990 y 1997 en los países de más bajos ingresos el porcentaje de préstamos con respecto al PIB es del 12,7%, y en Argentina este porcentaje es del 15,2%. Por lo tanto, Argentina entraría en el rango de los países de menores ingresos dependiendo de la relación crédito/PIB. Sin embargo, el promedio del PIB per cápita entre 1990 y 1997 se encuentra por encima de los 5000 dólares, lo cual ubicaría a Argentina en el segundo nivel luego de los países con mayor ingreso del mundo. Esta situación evidencia que el nivel del crédito bancario en Argentina es muy inferior al que muestran otros países con el mismo nivel de ingresos. En términos absolutos, el total de depósitos en dólares creció a lo largo de la década del '90, como se puede observar en el cuadro 6.9. En 1994 el 52% de los depósitos que realizaban los agentes económicos en las entidades financieras se denominaban en dólares, llegando estos depósitos a representar aproximadamente un 62% en el año 2000.

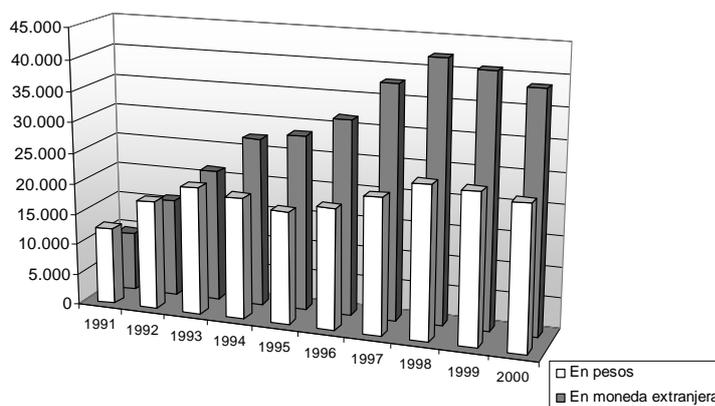
Cuadro 6.9. Distribución de depósitos de entidades financieras en dólares
 (millones de pesos a fines de cada período)

| | Total de depósitos | Total de depósitos en dólares | Plazo fijos en dólares (% del total de depósitos) | Cuenta corriente y Caja de ahorro en dólares (% del total de depósitos) | % de depósitos en dólares |
|------|--------------------|-------------------------------|---|---|---------------------------|
| 1994 | 44.940 | 23.444 | 40,92% | 11,25% | 52,17% |
| 1995 | 42.595 | 23.414 | 44,00% | 10,97% | 54,97% |
| 1996 | 52.758 | 28.194 | 42,32% | 11,12% | 53,44% |
| 1997 | 68.500 | 36.704 | 43,07% | 10,51% | 53,58% |
| 1998 | 76.794 | 41.963 | 45,59% | 9,05% | 54,64% |
| 1999 | 78.662 | 46.055 | 48,99% | 9,55% | 58,55% |
| 2000 | 83.928 | 51.914 | 52,94% | 8,91% | 61,85% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Del total de depósitos en dólares, aquellos que experimentaron un mayor crecimiento fueron los depósitos a plazo fijo, ya que a fines del 2000 la proporción de los mismos en los depósitos totales era aproximadamente un 52%. Los préstamos de las entidades financieras siguieron el mismo proceso de dolarización, si bien los préstamos en dólares nunca superaron los depósitos en esa misma moneda, la brecha entre préstamos en moneda local y en moneda externa es más amplia que en el caso de los depósitos. Se puede observar en el gráfico 6.8 que los préstamos en moneda local disminuyen a partir de 1995. Esta disminución agrava la situación del sector privado si tenemos en cuenta que el crédito depende básicamente del sector bancario por el bajo nivel de desarrollo del mercado de capitales. Al principio de los '90, la mayor parte de los créditos tenían como destino el sector privado, sin embargo, a partir de 1995 los créditos hacia el sector público tuvieron un importante crecimiento, entre 1994 y el 2001 crecieron un 324%.

Gráfico 6.8 Préstamos de las entidades financieras
(millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

Cuando se observan las estadísticas oficiales, se visualiza claramente que la mayoría de los préstamos están destinados al consumo (créditos hipotecarios y prendarios) o a financiar capital de trabajo de las empresas (créditos comerciales), y un porcentaje muy pequeño a financiar inversión productiva (Todesca, Acosta Ormaechea, 2003). La pregunta en relación a ello sería: ¿Cómo se financiaron las inversiones productivas?. Según estos autores, el financiamiento de las empresas se realizó vía reinversión de utilidades, es decir, autofinanciamiento, además de la emisión de obligaciones negociables en el mercado de capitales. Esta última alternativa solo la pudieron aprovechar las grandes empresas.

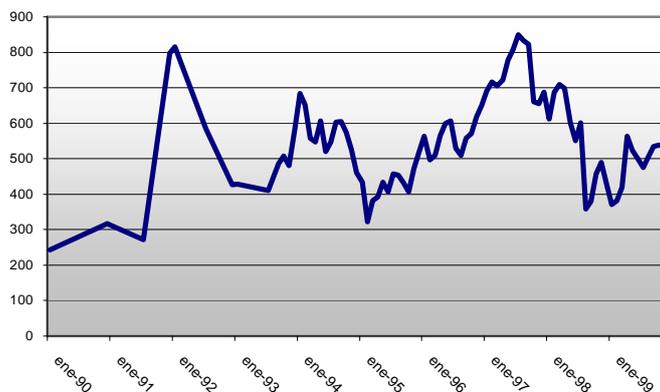
6.2.1.5. El mercado bursátil

El mercado bursátil argentino está lejos de ser un mercado desarrollado, si observamos la evolución a lo largo de la década del '90, a pesar de las reformas para liberalizar el mercado de capitales en su conjunto, a lo largo de este período no mostró un grado de desarrollo

importante. Con la ola de reformas y desregulaciones, en agosto de 1991 se dejó sin efecto los aranceles que se habían impuesto a la colocación y negociación de acciones en el mercado. Según Tudesca y Acosta Ormaechea, (2003) el mercado de capitales argentino en la década del '90 se puede dividir en dos períodos, el primero entre 1992 y 1997, y el segundo entre 1997 y el 2001.

En el primer período se observa un crecimiento tanto de las emisiones como del volumen negociado, principalmente por las privatizaciones, la reforma provisional, etc., que favorecieron su desarrollo. El segundo período se caracterizó por la concentración de intermediarios y de transacciones, es decir, había cada vez menos cantidad de agentes y sociedades de bolsa, y un volumen de negociación que se concentraba en un pequeño número de acciones. La disminución del volumen de intermediarios en el mercado bursátil, que pasó de 188 en 1992, a 115 en el 2001 generó efectos muy importantes sobre la liquidez del mercado. A comienzo de los años '90, la colocación de acciones estuvo impulsada por acciones específicas del gobierno. El mismo logró colocar en 1991 el 30% de las acciones de Telefónica y el mismo porcentaje de Telecom. Sin embargo, en el mes de junio del '92 se produjo un derrumbe de la bolsa argentina, cayendo el Merval, índice que mide la evolución promedio de las acciones más líquidas del mercado, en cuatro meses un 60% como se puede observar en el gráfico 6.9 lo cual desalentó a las nuevas colocaciones de acciones en la bolsa.

Gráfico 6.9. Evolución del Merval durante los '90



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

Si bien en 1993 comienza un período de estabilidad en el mercado bursátil, en 1994 vuelven las turbulencias por los efectos exógenos como el aumento de los tipos de interés de Estados Unidos y la crisis del Tequila. A partir de aquí, el índice entra en una fase creciente, hasta la crisis asiática en 1997 donde el Merval vuelve a experimentar una caída importante a partir de la cual no volvería a retomar los niveles anteriores a esta crisis durante toda la década del '90.

Estos datos nos muestran que el mercado bursátil es muy vulnerable ante shocks externos, ya que las crisis financieras de los países emergentes han afectado al índice de mercado de manera significativa. Sin embargo, para observar el desarrollo del mercado bursátil se pueden observar otro tipo de indicadores, como por ejemplo la capitalización del mercado como porcentaje del PIB, el número de empresas que cotizan en bolsa, la concentración del volumen

de emisiones y negociaciones, etc. La capitalización bursátil en relación al PIB, es decir, el valor de todas las acciones en el mercado en relación al producto de la economía durante toda la década del '90, se encuentra por debajo de los países de la región y de los mercados desarrollados, como se puede observar en el cuadro 6.10

Cuadro 6.10. Capitalización del mercado como porcentaje del PIB

| Países | 1993 | 1999 |
|----------------|---------|---------|
| Reino Unido | 108,32% | 181,90% |
| Estados Unidos | 73,13% | 163,48% |
| Chile | 77,92% | 82,36% |
| Alemania | 20,29% | 58,99% |
| Brasil | 16,50% | 36,26% |
| México | 42,25% | 25,53% |
| Argentina | 13,21% | 22,77% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Financial Structure Dataset, World Bank, 2006

Cuando observamos este indicador en el conjunto de países latinoamericanos, vemos que Chile, Méjico, Brasil y Perú tienen una mayor tasa capitalización/PIB que Argentina (Indicadores bursátiles (IAMC)). En relación al número de compañías que cotizan en bolsa, se observa en el cuadro 6.11 que ha ido disminuyendo a lo largo de la década del '90, provocando un mayor grado de concentración en el mercado bursátil (Banco Mundial, 1998).

Cuadro 6.11. Número de compañías que cotizan en las bolsas de valores argentinas

| Año | Número de compañías que cotizan en bolsa |
|------|--|
| 1990 | 181 |
| 1991 | 170 |
| 1992 | 171 |
| 1993 | 165 |
| 1994 | 157 |
| 1995 | 144 |
| 1996 | 140 |
| 1997 | 129 |
| 1998 | 130 |
| 1999 | 118 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNV

Por otro lado, además de la concentración de las acciones en un pequeño número de grandes empresas, varias de ellas emiten y se negocian sus acciones en American Depository Receipts (ADRS) en Nueva York, donde la negociación es sustancialmente mayor que la de la Bolsa de Buenos Aires. Esto implica que los precios de las acciones de Argentina tienden a moverse junto con los precios de los mercados extranjeros y, en consecuencia, los shocks externos causan un gran impacto en los precios de las acciones del mercado local (Banco Mundial, 2000). El ratio número de acciones/firmas que cotizan y se negocian en el mercado secundario

mide también la concentración de los instrumentos negociados. Este indicador descendió entre 1997 al 2002 desde 14 especies hasta menos de 6.

Como se puede observar en el cuadro 6.12 en 1994 se presenta el mayor volumen de negociación de la década del '90, como mencionamos anteriormente, se debe a las privatizaciones y a la formalización de una gran cantidad de inversores institucionales que participaban activamente en el mercado bursátil. Sin embargo, este volumen de negociación no se alcanzaría durante toda la década, revirtiéndose la tendencia, hasta llegar a 1999 con niveles más bajos que en el año 1992. Se puede decir que el mercado bursátil no tuvo un gran desarrollo a lo largo de la década del '90, incluso, la disminución de la cantidad de empresas que cotizan en bolsa, así como del volumen de negociación, la concentración de las emisiones, la gran vulnerabilidad ante hechos externos y negociaciones en un pequeño número de grandes empresas, llevó a una caída del volumen de negociación, lo cual perjudicó al desarrollo de este sector de este mercado.

Cuadro 6.12. Volumen negociable de acciones (miles de dólares)

| Año | ACCIONES | |
|------|-------------|------------|
| | BOLSA | MAE* |
| 1991 | 4.581.491 | 754.874 |
| 1992 | 15.857.148 | 16.169.902 |
| 1993 | 50.531.068 | 9.644.056 |
| 1994 | 110.361.254 | - |
| 1995 | 32.756.173 | - |
| 1996 | 35.221.240 | - |
| 1997 | 41.185.765 | - |
| 1998 | 30.528.419 | - |
| 1999 | 12.685.423 | - |

*Mercado Abierto Electrónico

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNV

6.2.2. El mercado de activos públicos de renta fija

La década del '90, en términos de los activos de renta fija, se caracterizó por el surgimiento del mercado de títulos de deuda emitidos por el sector público. El desarrollo de este mercado se logró a partir de un cúmulo de reformas, como la ley de convertibilidad, el Plan Brady, la apertura financiera, etc. Con anterioridad a estas reformas, la negociación tanto de títulos de renta fija como variables eran prácticamente inexistente. La ley de convertibilidad, promulgada en 1991, produjo una tendencia creciente de la deuda denominada en moneda externa, tanto del sector público como del sector privado. El motivo de esta situación es que la fijación del tipo de cambio incentiva la entrada de capitales a causa de la disminución de la incertidumbre respecto a la variación del mismo, pero además por la posibilidad de realizar operaciones de arbitraje a causa del diferencial de tasa de interés locales e internacionales (Damill, Frenkel y Rapetti; 2005).

El cambio en la estructura de financiamiento público, sustituyendo el sector bancario como fuente principal de recursos, por la emisión de títulos de deuda, fue un paso crucial para el desarrollo del mercado de renta fija. Este cambio se produjo a partir de 1993 con la firma del Plan Brady, el cual establecía el canje del grueso de los préstamos comerciales por títulos públicos, y es ese el momento en el cual se comienza a confeccionar el mercado de renta fija público. En este apartado se pretende analizar como evolucionaron los títulos públicos en el mercado de renta fija argentino, tanto primario como secundario, durante la década del '90, para poder compararlo con la estructura actual de emisiones.

6.2.2.1. El financiamiento del gobierno durante la década del '90

El financiamiento del sector público durante los '90 se caracterizó por dos cuestiones: el aumento de los títulos de deuda y el aumento del endeudamiento externo. Si analizamos algunos hechos que sucedieron en los años anteriores a las reformas, podremos entender el porque de la evolución de la deuda a lo largo de toda la década. Sin embargo, este trabajo solo considera las emisiones a partir de 1990. En 1988 el gobierno argentino suspendió el pago de los servicios de la deuda que había contraído con la banca extranjera, el cual se consideró como el primer paso para declarar la imposibilidad de pago un año después. El período de recesión que estaba atravesando la economía argentina hacia prácticamente imposible seguir cumpliendo con el pago de la deuda, así como de los servicios de la misma. A partir de una serie de negociaciones con la banca extranjera que comenzó a principios de los '90, en 1993 se llegó a un acuerdo de canje de préstamos bancarios por títulos de deuda, que se denominó Plan Brady (Dal Din, 2000). Por otro lado, se habían producido varios periodos hiperinflacionarios, que llevaba a los agentes económicos a tener su dinero en moneda externa, con lo cual la economía estaba altamente dolarizada. La evolución de las diferentes formas de financiamiento se presenta en el cuadro 6.13. Antes del Plan Brady se pueden observar que hasta 1992 el financiamiento del gobierno no provenía de la venta de bonos, sino más bien de la venta de paquetes accionarios de empresas públicas y de préstamos que contraía el gobierno con bancos extranjeros.

Cuadro 6.13. Financiamiento del sector público por tipo de instrumento

| | Títulos públicos | Organismos Internacionales | Deuda bilateral | Banca comercial | Deuda de corto plazo | Otros acreedores | Total |
|------|------------------|----------------------------|-----------------|-----------------|----------------------|------------------|---------|
| 1990 | 8.406 | 8.222 | 8.159 | 30.944 | 0 | 1.851 | 57.582 |
| 1991 | 7.378 | 7.962 | 8.816 | 32.874 | 0 | 1.811 | 58.841 |
| 1992 | 11.292 | 7.104 | 9.001 | 30.265 | 0 | 1.083 | 58.745 |
| 1993 | 41.926 | 10.501 | 9.559 | 1.180 | 0 | 580 | 63.746 |
| 1994 | 47.421 | 11.894 | 10.731 | 1.567 | 0 | 587 | 72.200 |
| 1995 | 58.341 | 15.384 | 11.614 | 1.816 | 0 | 617 | 87.772 |
| 1996 | 68.841 | 16.367 | 10.162 | 1.452 | 0 | 283 | 97.105 |
| 1997 | 74.054 | 16.790 | 8.104 | 1.423 | 3.295 | 731 | 101.101 |
| 1998 | 78.212 | 19.122 | 7.455 | 3.646 | 4.174 | 628 | 112.358 |
| 1999 | 85.804 | 20.311 | 5.918 | 5.029 | 5.108 | 641 | 121.877 |
| 2000 | 93.079 | 21.764 | 4.561 | 2.461 | 6.746 | 1.045 | 128.018 |

Fuente: Datos de Kulfas y Schorr, 2003, en base a datos del BCRA y del MECON

La deuda pública creció de forma sostenida durante toda la década del '90. Por su parte, los títulos públicos pasaron de representar un 15% del total de la deuda del sector público en 1990 a un 73% en el año 2000. Por otro lado, los préstamos de los bancos en 1990 representaban un 54%, pero a partir del canje de estos préstamos por los bonos Brady, en 1993 pasan a representar solo un 2% de la deuda total del gobierno, año en el cual el financiamiento por medio de títulos de deuda se cuadruplica. En el cuadro 6.14. se puede observar como fueron variando a lo largo de la década del '90 el número y el volumen de colocaciones por parte del gobierno.

Entre 1991 y 1993, el gobierno había realizado nueve colocaciones de títulos, a partir de 1994 el número de las mismas se fue incrementado exponencialmente, hasta llegar a realizarse 83 colocaciones en 1999. La estructura de las nuevas emisiones a lo largo de la década del '90, se centraba en emisiones denominadas en moneda externa. Si bien se emitieron títulos en moneda local, los mismos representaban un pequeño volumen dentro del total de emisiones.

Cuadro 6.14. Colocaciones de títulos públicos, cantidad y volumen emitido

| Año | Cantidad de colocaciones | Valor Nominal |
|------|--------------------------|---------------|
| 1991 | 2 | 500 |
| 1992 | 1 | 250 |
| 1993 | 6 | 2.121 |
| 1994 | 19 | 2.600 |
| 1995 | 16 | 4.726 |
| 1996 | 44 | 13.050 |
| 1997 | 44 | 11.424 |
| 1998 | 55 | 14.990 |
| 1999 | 83 | 15.549 |
| 2000 | 80 | 16.489 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

6.2.2.2. Estructura de los títulos públicos emitidos durante la década del '90

En general, los títulos que se emitieron a lo largo de la década del '90, como mencionamos anteriormente, estaban denominados en moneda externa. En cuanto a las emisiones en moneda local, en su mayoría se realizaban a tasa variable, en general con pago de cupones mensuales y pagos parciales de amortización. En este apartado describimos cada uno de los títulos que se emitieron a lo largo de esta década. Ellos son: Letras de Tesoro (Letes), Letras Externas (Euroletras), Bonos de Consolidación de Deudas, Bonos Brady, Bontes y Botesos, los Bonos Globales.

Las Letes se emitieron en moneda local y externa, siendo prácticamente el único título (además de los Bocones) que se denominó en pesos argentinos. Las Letras Externas (Euroletras) por su parte, se emitían en mercados internacionales y estaban denominadas principalmente en moneda externa. Sin embargo, a partir de 1996 se realizaron emisiones en moneda local, lo

cual fue un gran avance en cuanto a la estructura de títulos. Los bonos públicos también se emitieron en su gran mayoría en moneda externa, principalmente en dólares estadounidenses. Sin embargo, el aumento de las emisiones en moneda externa se debe principalmente al aumento de las Euroletras.

En el cuadro 6.15 se observa la distribución por monedas del total de los títulos públicos. En el mismo se puede observar el aumento del porcentaje de títulos en moneda externa, a la vez que las emisiones en moneda local disminuían a lo largo de la década del '90. Este cuadro nos da una idea de la forma que adquirió el endeudamiento público a lo largo de los '90. En primer lugar, se observa una clara disminución del volumen en circulación de títulos en moneda local, a la vez que se produce un aumento de la deuda en moneda externa. Podríamos pensar que el gobierno está sustituyendo deuda en moneda local por deuda en moneda externa, sin embargo, al observar la columna que nos muestra como varió el volumen total de deuda, vemos que experimentó un crecimiento importante, lo cual nos está dando la pauta de que el aumento del volumen en circulación de los títulos de deuda a partir de 1994 solo correspondió a emisiones en moneda externa.

Cuadro 6.15. Monto emitido de títulos por tipo de moneda

| | Títulos en moneda local | % total de emisiones | Títulos en moneda externa | % total de emisiones | Total de deuda en títulos públicos |
|------|-------------------------|----------------------|---------------------------|----------------------|------------------------------------|
| 1994 | 7.293,90 | 13,3% | 47.421,40 | 86,7% | 54.715,30 |
| 1995 | 5.815,50 | 10,1% | 51.955,83 | 89,9% | 57.771,33 |
| 1996 | 8.277,00 | 12,0% | 60.433,00 | 88,0% | 68.710,00 |
| 1997 | 9.499,53 | 12,9% | 64.246,31 | 87,1% | 73.745,84 |
| 1998 | 7.799,95 | 12,8% | 53.339,22 | 87,2% | 61.139,16 |
| 1999 | 6.390,27 | 7,5% | 79.242,96 | 92,5% | 85.633,23 |
| 2000 | 4.373,57 | 4,7% | 88.588,59 | 95,3% | 92.962,16 |

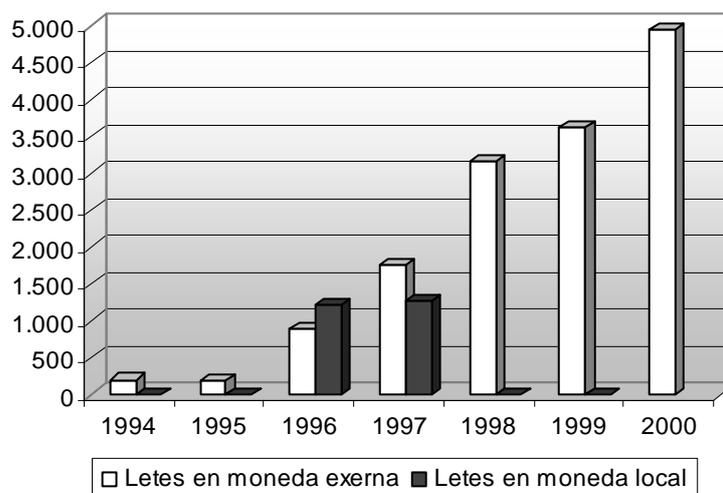
Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

LETRAS DEL TESORO (LETES)

Las Letras de Tesoro son los únicos títulos públicos que el gobierno sigue emitiendo en la actualidad. Estas letras fueron emitidas por la Tesorería General de la Nación entre 1993 el 2000 con el objetivo de cubrir deficiencias estacionales de caja. Entre el año 2001 y el 2004 no se realizaron colocaciones de Letes en el mercado, pero a partir del 2005 comenzaron a emitirse nuevamente únicamente en pesos argentinos.

En cuanto a su estructura, son títulos emitidos al descuento, se denominan tanto en moneda local y moneda externa y los plazos de vencimiento se encuentran entre los tres meses y un año. Las Letes se emiten a través de colocación directa o subastas con frecuencia mensual. En el gráfico 6.10 se puede observar la evolución desde 1994 hasta 2000, ya que si bien las primeras emisiones se realizaron en 1993, no disponemos de datos para ese año. A partir de 1998, cuando la economía argentina entra en recesión se produce un aumento importante del volumen en circulación este tipo de títulos.

Gráfico 6.10. Volumen en circulación del Letes (1994-2000)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

En el gráfico se observa que a partir de 1996, en donde los efectos de la crisis del Tequila ya habían disminuido, comenzaron las emisiones de Letes en pesos, sin embargo, las mismas tuvieron un vida muy corta. En 1998, cuando comenzó la recesión de la economía argentina, no existen en circulación Letes en pesos, pero si se observa un aumento de las Letes en moneda externa. La imposibilidad de endeudarse en periodos de turbulencia se debe a que el mercado le exige al emisor una prima de riesgo mayor a las emisiones en moneda local que a las emisiones en moneda externa por el riesgo de tipo de cambio, lo cual hace que sea más costoso endeudarse en moneda local que en moneda externa. Sin embargo, esta situación aumenta la vulnerabilidad de la economía, y en este caso particular, la situación empeora porque se experimenta un aumento del riesgo de refinanciación, ya que estas emisiones se realizan a corto plazo¹⁰⁷. En Argentina era prácticamente imposible pensar en una devaluación del peso, ya que suponía unos costos muy elevados tanto políticos como económicos.

Deberíamos analizar si el aumento de las emisiones a corto plazo en moneda externa se debió a una sustitución de deuda o a un aumento generalizado del endeudamiento a través de títulos públicos. Adelantamos que ambos efectos actuaron para que el resultado sea un aumento del volumen de Letes. El efecto de la sustitución de emisiones a medio y largo plazo por títulos de deuda a corto plazo, lo veremos a continuación cuando analicemos las características y la evolución de los restantes títulos emitidos por el gobierno. El aumento del volumen en circulación de títulos públicos se puede observar en el cuadro 6.15., ya que se duplicó el monto circulante de títulos públicos entre 1994 y el 2000.

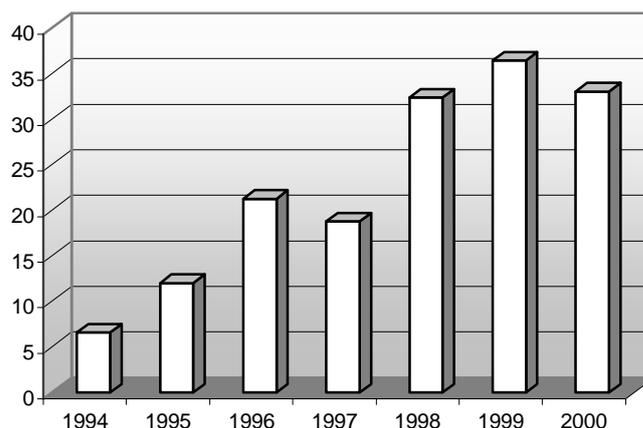
LETRAS EXTERNAS DE LA REPÚBLICA ARGENTINA (EUROLETRAS)

Las Letras Externas de la República Argentina se emitían en dólares, en las principales monedas europeas (Liras, Marcos Alemanes, Libras, etc.) en yenes y en pesos, y a partir de 1999 comenzaron a emitirse en Euros. Las letras externas se denominan Euroletras porque

¹⁰⁷ El riesgo de refinanciación y de descalce de monedas lo explicaremos en el apartado 6.2.2.

están emitidas bajo legislación extranjera, y se negocian en los mercados internacionales. A partir de 1996 también comenzaron a emitirse en pesos en el mercado local y a tasa fija pero en 1997 se dejaron de emitir. Desde 1994 el volumen en circulación de Euroletras ha experimentado una tendencia creciente, en ese mismo año estos títulos representaban el 5% del total de títulos de deuda emitido en moneda externa. En el año 2000 este porcentaje superaba el 30%, como se puede observar en el gráfico 6.11.

Gráfico 6.11. Evolución de las emisiones de Euroletras (como % de títulos en moneda externa)

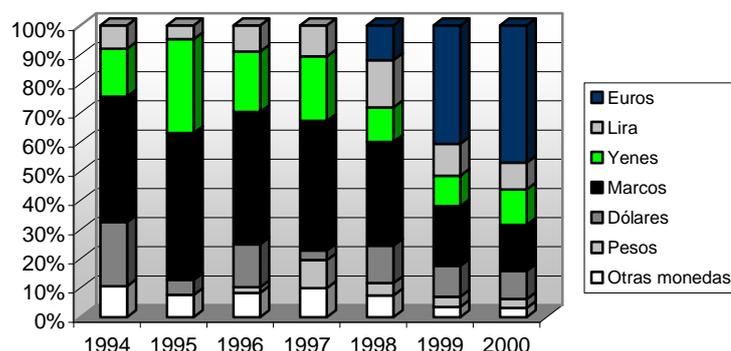


Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

Existían muchas variedades de Euroletras, ya sea por la moneda, como por otras características de su emisión. En relación a la composición por monedas, en los primeros años las Euroletras se denominaban principalmente en monedas europeas, como Marcos Alemanes, Liras, Libras. A partir de 1999 con la entrada del euro en el mercado, las Euroletras monedas europeas comenzaron a desaparecer. Otro cambio que podemos observar en el gráfico es la disminución de las emisiones en Yenes a partir de 1998. En el gráfico 6.12 se observan la evolución de las Euroletras por moneda de emisión. Una cuestión interesante para destacar es que, a diferencia de los bonos públicos, la mayoría de las emisiones se encuentran expresadas en una moneda diferente al dólar estadounidense, sobre todo es destacable el aumento de las Euroletras denominadas en Euros.

Las Euroletras también se emitieron en moneda local a partir de 1996, estas emisiones fueron importantes, ya que son prácticamente las únicas emisiones en moneda local que se realizaron en el mercado internacional. En el gráfico 6.12 se puede observar además que la emisión en pesos puede haber sido un intento de sustitución de títulos en moneda externa, ya que las Euroletras en dólares disminuyen su importancia al mismo tiempo que se emiten Euroletras en pesos, sin embargo es necesario observar este cambio en términos de niveles. Si bien en 1997 las Euroletras en pesos representan una proporción que se puede considerar importante, ya que las emisiones en pesos a lo largo de la década del '90 no eran frecuentes, en 1998 comienza a descender su importancia. En relación a la tasa cupón, la mayoría de las Euroletras se emiten con cupón fijo, y las pocas emisiones a tasa variable están referenciadas al Libor.

Gráfico 6.12. Distribución de Euroletras por tipo de moneda



Otras monedas Incluyen: Chelín Austriaco, Pesetas, Franco Suizo, Dólar Canadiense, Franco y Francés Florín Neerlandés.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

BONOS DE CONSOLIDACIÓN DE DEUDAS (BOCONES)

Los Bocones son uno de los pocos títulos que aún permanecen en circulación, luego de varios procesos de reestructuración. Como se explicó en el apartado 3.1, en el cual describimos los títulos de deuda que actualmente circulan en el mercado, los Bocones se emitieron para regularizar los pasivos con proveedores y jubilados del Estado, y para pagar indemnizaciones a familiares de víctimas de la represión durante la última dictadura militar. Los Bocones emitidos para canjear deuda con jubilados y pensionados de Argentina se denominan PRE y aquellos que se emitieron para canjear deuda con proveedores del gobierno se denominan PRO.

Los Bonos de Consolidación se colocaron en el mercado en el año 1991, en principio se emitieron dos tipos de Bocones, uno denominado en moneda local y otro en dólares estadounidenses, ambos con cupón variable. Para los Bocones denominados en pesos, la tasa cupón estaba vinculada a la tasa de interés de la caja de ahorro mensual, y los que estaban denominados en dólares, a la tasa Libor. Estos títulos amortizaban el capital en cuotas parciales, con frecuencia mensual, al igual que el pago de intereses, y se emitieron con plazos de vencimientos entre seis y veinte años. Las sucesivas emisiones de estos bonos se presentan en los cuadros 6.16 y 6.17., los cuales nos muestran además las características de emisión de cada uno de los títulos.

Como se puede observar, la mayoría de los títulos se emitieron con fecha de vencimientos posterior al 2001, año en el cual se declaró el *default* de la deuda pública argentina, por lo que muchos Bocones pasaron a formar parte de la deuda reestructurada, manteniendo el mismo nombre pero variando sus condiciones de emisión. Los títulos que originariamente estaban emitidos en moneda externa, se canjearon por títulos con tasa cupón fija y ajustados por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER). Para los títulos denominados en moneda local las condiciones de emisión no variaron.

Cuadro 6.16. Características de emisión de los Bocones en Dólares Estadounidenses

| Fecha de emisión | Denominación del Bono | Tasa cupón | Vencimiento |
|------------------|--|------------|-------------|
| 01-abr-91 | Bonos de Consolidación en u\$s 1ra. S. | LIBOR | 16 años |
| 01-sep-92 | Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales en u\$s 2da. S. | LIBOR | 10 años |
| 02-dic-92 | Bonos de Consolidación de Regalías de Hidrocarburos | LIBOR | 16 años |
| 28-dic-94 | Bonos de Consolidación en u\$s 2da. S. | LIBOR | 16 años |
| 15-ene-99 | Bonos de Consolidación en u\$s 3ra. S. | LIBOR | 8 años |
| 01-ene-00 | Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales en u\$s 3ra. S. | LIBOR | 10 años |
| 01-ene-00 | Bonos de Consolidación en u\$s 4ta. S. | LIBOR | 16 años |
| 15-abr-01 | Bonos de Consolidación en u\$s 5ta. S. | LIBOR | 5 años |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

Cuadro 6.17. Características de emisión de los Bocones en Pesos Argentinos

| Fecha de emisión | Denominación del Bono | Tasa cupón | Vencimiento |
|------------------|---|----------------|-------------|
| 01-abr-91 | Bonos de Consolidación en \$ 1ra. Serie | Caja de Ahorro | 16 años |
| 01-sep-92 | Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales en \$ 2da. Serie | Caja de Ahorro | 10 años |
| 28-dic-94 | Bonos de Consolidación en \$ 2da. Serie | Caja de Ahorro | 16 años |
| 15-ene-99 | Bonos de Consolidación en \$ 3ra. Serie | Caja de Ahorro | 8 años |
| 01-ene-00 | Bonos de Consolidación de Deudas Previsionales en \$ 3ra. Serie | Caja de Ahorro | 20 años |
| 01-ene-00 | Bonos de Consolidación en \$ 4ta. Serie | Caja de Ahorro | 16 años |
| 15-abr-01 | Bonos de Consolidación en \$ 5ta. Serie | Caja de Ahorro | 6 años |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

El volumen en circulación de los Bocones denominados en pesos y dólares fue cayendo a lo largo de la década del '90, ya que realizaban pagos parciales de capital. A fines del 2000 los Bocones representaban aproximadamente el 8% del volumen total de títulos emitidos en el mercado. Los Bocones que permanecen en circulación son el Bocon Provisional 3ra serie en pesos (PRE 5), y el Bocon Proveedores 4ta serie en pesos ((PRO 7), ambos títulos emitidos originalmente en pesos.

BONOS DEL PLAN BRADY

Los bonos Brady surgieron de un proceso de reestructuración de la deuda pública argentina, en el cual se canjearon créditos que mantenía el gobierno con bancos y organismos internacionales por títulos públicos. Uno de los objetivos del canje era atomizar los acreedores, ya que la deuda se trasladaba desde unos pocos bancos internacionales, a un número mayor de tenedores de títulos, lo cual tiene la ventaja de poder negociarse en diferentes mercados, tanto locales como extranjeros (Kulfas y Schorr, 2003). Además, el Plan Brady permitió la reestructuración de la deuda con la banca privada a quince años para los atrasos en el pago de intereses (unos 8.300 millones de dólares) y a treinta años para el capital (alrededor de 20.000

millones de dólares) (Rapoport, 2000). Esta reestructuración consistió en la emisión de tres tipos de bonos: Discount, Par y Floating Rate Bond (FRB), cuya característica especial es que fueron emitidos con la garantía del Tesoro de Estados Unidos. Este proceso tiene muchos puntos en común con el que se realizó el canje de deuda en el año 2005, ya que los bonos también incluyeron una quita de la deuda original y el plazo es similar a los títulos que se emitieron en el 2001.

Los títulos Discount eran bonos a treinta años, estaban denominados en dólares y en marcos alemanes, y pagaban una tasa cupón vinculada al Libor más un margen. Los títulos Par se emitieron también a treinta años con tasa de interés step up, y amortizaban el capital al vencimiento. Los Floating Rate Bonds (FRB) son bonos emitidos con el objetivo de pagar intereses atrasados de estos préstamos, ya que en 1988 el gobierno había entrado en cesación de pagos con estos acreedores. Estos títulos como su nombre indica, se emiten a tasa variable, vinculada al Libor, con un plazo de doce años.

Cuando se canjearon los préstamos bancarios por los bonos Brady, la proporción que estos títulos representaban en el volumen de títulos en moneda externa era muy importante, cercano al 60%. A lo largo de la década del '90 fue disminuyendo su participación en el volumen de deuda externa ya que el gobierno fue rescatando parte de los títulos y además aumentó las emisiones en moneda externa. Estos bonos no llegaron a su vencimiento, ya que en el año 2000 se realizó el canje de los Bonos Brady por bonos Globales en dólares. Este canje se realizó para alargar los plazos de vencimiento y disminuir el monto de la deuda. Los últimos bonos Brady se canjearon a mediados del 2001 por tres tipos de bonos Globales, con vencimiento en 2008, 2018 y 2031. Sin embargo, si bien la quita del monto de la deuda y el aumento del plazo de vencimiento se logró, la tasa cupón que pagaba este bono Global era mucho más elevada que la que pagaban los Brady.

BOTES Y BOTESOS

Los Bonos del Tesorería (Botes) eran bonos emitidos por la Tesorería General de la Nación a medio plazo, con vencimientos entre dos y cinco años, si bien podemos encontrar títulos emitidos a plazos mayores. Los Botes se emitieron con cupón fijo y estaban denominados en dólares estadounidenses. La mayoría pagaban cupones semestrales, y amortización al vencimiento del bono. La primera serie de Botes se emitió en 1989 (Bote I), y durante la década del '90 se emitieron dos series más (Bote II y III) y ya última serie venció en 1998.

Los Botesos son títulos que se emitieron con la garantía de los ingresos de la coparticipación federal. Estos títulos se emitieron con vencimientos entre los cinco y los diez años, en dólares estadounidenses, a tasa fija y amortización al vencimiento.

BONOS GLOBALES

Los Bonos Globales son bonos que comenzaron a emitirse a partir de 1993 y se extendieron hasta el 2001, estos títulos formaban parte de la deuda pública a medio y largo plazo. Durante la década del '90 los Globales fueron las emisiones más importantes y más homogéneas del

gobierno. Como se puede observar en el cuadro 6.18. el crecimiento del volumen en circulación de los bonos globales a partir de 1997 fue muy importante, llegando en el año 2000 a representar casi el 25% del volumen en circulación de los títulos de deuda en moneda externa. Este porcentaje es muy importante teniendo en cuenta que para el año 2000 los títulos en moneda externa representaban un 95% del total de títulos emitidos.

Cuadro 6.18. Volumen en circulación de títulos globales

| | Bonos Globales | Títulos en moneda externa | % títulos de deuda externa |
|-------|----------------|---------------------------|----------------------------|
| 1.994 | 1.579.905 | 43.757.788 | 3,61% |
| 1.995 | 2.000.000 | 43.220.768 | 4,63% |
| 1.996 | 3.000.000 | 60.355.998 | 4,97% |
| 1.997 | 9.072.524 | 62.948.270 | 14,41% |
| 1.998 | 13.610.086 | 70.221.965 | 19,38% |
| 1.999 | 20.312.712 | 81.321.796 | 24,98% |
| 2.000 | 22.550.370 | 88.638.632 | 25,44% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

Los Globales se emitieron en dólares con cupones fijos, y el principal se amortiza al vencimiento, con plazos entre siete y treinta años de vencimiento. La última emisión de bonos Globales se realizó en el año 2001, formando parte del llamado Megacanje, un programa de canje de deuda pública externa con el objetivo de descomprimir las necesidades financieras del Estado a corto plazo, emitiéndose incluso el primer bono global en pesos, con un cupón del tipo step up y amortización al vencimiento (MECON, 2001)¹⁰⁸. En noviembre del 2001 el gobierno llevó a cabo una oferta voluntaria para canjear los bonos Globales por préstamos garantizados. Sin embargo, a fines del 2001, los préstamos garantizados entraron en cesación de pagos, lo que supuso su posterior reestructuración.

6.2.3. El mercado de activos privados de renta fija

El mercado de activos de renta fija emitidos por el sector privado no quedó fuera de todo el proceso de reforma estructural realizado en Argentina durante la década del '90. A pesar de los intentos por parte del gobierno en desarrollar el mercado de capitales, los resultados no fueron los esperados. La primera consecuencia de las reformas fue el aumento del endeudamiento externo de las empresas, tanto a través del mercado de capitales como a través de créditos bancarios. A nivel interno, y como sucede en la mayoría de los países emergentes, el sector bancario predomina como fuente de financiamiento al sector privado por sobre el mercado de capitales. Sin embargo, con la apertura financiera, el tamaño del mercado de capitales, medido como el nivel de capitalización en relación al producto, se triplicó durante toda la década del '90 (Cuenin y Busso, 2000).

¹⁰⁸ Informe Económico Trimestral Nº 37.

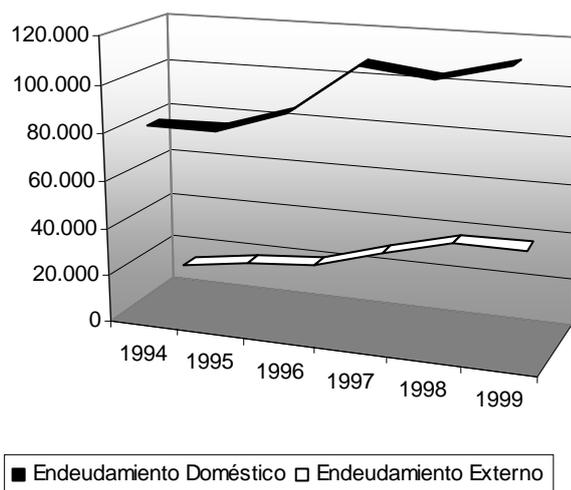
Las emisiones de activos de renta fija durante los '90 se concentraban principalmente en las obligaciones negociables. A partir de 1995, surge un nuevo instrumento de deuda denominado fideicomiso financiero, que cobra gran relevancia en el mercado de capitales, sobre todo a fines de la década del '90. Si bien en niveles no es comparable, el volumen de emisión de activos de renta fija en el mercado de capitales del sector público con el del sector privado, es necesario tener en cuenta que la tasa de crecimiento de los pasivos del sector privado fue superior que la tasa de crecimiento de los pasivos públicos (Damill, 2000). Sin embargo, como sucede en la actualidad, la posibilidad de acceder al mercado de capitales, en el caso de las emisiones de obligaciones negociables, se concentraban casi exclusivamente en grandes empresas.

En este apartado se pretende analizar el comportamiento de los títulos de renta fija emitidos por el sector privado en la década del '90, con el objetivo de observar la estructura de emisión de los mismos y su comportamiento en el mercado de capitales.

6.2.3.1. El financiamiento de las empresas en la década del '90

Como se mencionó anteriormente, el endeudamiento privado creció durante toda la década del '90. La evolución de la deuda doméstica y externa se presenta en el gráfico 6.13, en el cual podemos ver que, si bien hasta el 1997 el endeudamiento doméstico y externo presentaban la misma tendencia, a partir de este año, el endeudamiento doméstico cae y el externo comienza a aumentar a una tasa mayor, hasta llegar al período entre 1997 y 1998, en donde se produce una leve caída, consecuencia de la crisis asiática y la subsiguiente disminución de los flujos de capitales hacia países emergentes.

Gráfico 6.13. Evolución del endeudamiento doméstico y externo



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CEPAL, 2003

El hecho de que el endeudamiento externo privado haya tenido un crecimiento mayor se debe en parte a la apreciación cambiaria, lo cual hacía que endeudarse mediante créditos de bancos externos o por medio de emisiones de deuda en los mercados internacionales, fuera menos

costoso fuera del país, que dentro del mismo, ya que las tasas de interés internacionales eran menores que las internas. Sin embargo, solo las empresas de primera línea podían acceder a las fuentes de financiamiento internacionales, ya sea por medio de financiamiento bancario o a través del mercado de capitales.

A modo de ejemplo, en 1997 la tasa de interés en pesos para préstamos al sector privado no financiero a treinta días era del 14,16% anual y para los mismos préstamos en dólares, un 9,35%. El mayor endeudamiento privado se realizó a través de dos canales: la emisión de obligaciones negociables y el financiamiento mediante préstamos bancarios. Estos dos conceptos explican el 82,1% del stock de deuda externa privada durante los '90 (Kulfas y Schorr 2003).

Como mencionamos anteriormente, a principios de la década del '90 entre las dos fuentes de financiamiento, predominan los préstamos bancarios, y a pesar de la liberalización financiera, la proporción entre estas dos fuentes de financiamiento no ha cambiando significativamente a lo largo de la década. A principios de los '90, el 45% del endeudamiento del sector privado se concentraban en la emisión de activos financieros, es decir, emisiones de títulos de renta fija y acciones, y el 54% era deuda bancaria directa. En el cuadro 6.19. se puede observar la distribución por el origen del endeudamiento del sector privado, en el cual se puede ver el aumento de la deuda total a lo largo de toda la década, la cual se duplicó en este periodo, como también la mayor tasa de crecimiento que experimentó tanto la deuda bancaria como la emisión de títulos y acciones.

Cuadro 6.19. Volumen y tasa de variación de las distintas fuentes de financiamiento

| | Deuda Bancaria | Tasa de variación con respecto al año anterior | Tasa de variación acumulada | Mercado de Capitales | Tasa de variación con respecto al año anterior | Tasa de variación acumulada | Deuda total |
|------|----------------|--|-----------------------------|----------------------|--|-----------------------------|-------------|
| 1993 | 43.243,6 | | | 36.529,3 | | | 79.772,9 |
| 1994 | 56.676,5 | 31,10% | 31,10% | 37.043,9 | 1,40% | 1,40% | 93.720,4 |
| 1995 | 58.176,3 | 2,60% | 33,70% | 39.242,3 | 5,90% | 7,30% | 97.418,6 |
| 1996 | 63.234,9 | 8,70% | 42,40% | 45.486,5 | 15,90% | 23,30% | 108.721,4 |
| 1997 | 76.149,4 | 20,40% | 62,80% | 62.143,7 | 36,60% | 59,90% | 138.293,1 |
| 1998 | 86.564,7 | 13,70% | 76,50% | 54.451,1 | -12,40% | 47,50% | 141.015,8 |
| 1999 | 84.371,3 | -2,50% | 74,00% | 63.596,3 | 16,80% | 64,30% | 147.967,6 |
| 2000 | 82.926,2 | -1,74% | 58,93% | 54.232,1 | -17,27% | 30,51% | 142.905,0 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CEPAL, 2003

En el cuadro 6.19 se observa además la caída del volumen de financiamiento a lo largo del año 2000, lo cual se debe a la disminución de los flujos de entrada de capitales. Desde 1993 a 2000 la deuda bancaria aumentó un 59%, y los activos del mercado de capitales (títulos de deuda más acciones), un 54% con respecto al año 1993. Si observamos como evolucionó el volumen de financiamiento entre 1999 y el año 2000, si bien como mencionamos anteriormente se produjo una disminución de todas las fuentes de financiamiento, parece que los títulos del mercado de capitales disminuyen en mayor proporción. Esto se debe a que gran parte de los mismos corresponden a emisiones externas, las que tienden a disminuir en mayor medida cuando se observan problemas en la economía.

El sector bancario también presentó una disminución importante, pero en ningún caso llegó a la experimentada por el mercado de capitales. Como mencionamos anteriormente, el crecimiento del endeudamiento del sector privado estuvo sesgado hacia la contratación de deuda externa¹⁰⁹. La deuda externa creció de forma sostenida en todos los rubros, como se puede observar en el cuadro 6.20. Entre 1994 y el 2000, el endeudamiento externo paso de representar un 5,4% del PIB a un 13%.

Cuadro 6.20. Evolución de la deuda externa privada (% del PIB)

| | Deuda Externa ³ | | | | Total |
|------|----------------------------|-----------------------------------|----------------------------|--------------------|-------|
| | Bancaria ¹ | Mercado de Capitales ² | Organismos Internacionales | Otras ⁴ | |
| 1994 | 1,7 | 2,5 | 0,2 | 0,9 | 5,4 |
| 1995 | 2,6 | 3,1 | 0,2 | 1,2 | 7,1 |
| 1996 | 3 | 3,1 | 0,3 | 1,2 | 7,7 |
| 1997 | 4,1 | 4,4 | 0,3 | 1,3 | 10,1 |
| 1998 | 4,8 | 5,6 | 0,3 | 1,5 | 12,2 |
| 1999 | 4,9 | 6,1 | 0,4 | 1,7 | 13 |
| 2000 | 5,3 | 5,7 | 0,4 | 1,6 | 13,1 |

¹Se considera al crédito bancario total al sector privado en moneda nacional y extranjera. Saldos al último día hábil de cada período. ²Se considera el índice de capitalización de la Bolsa de Comercio. Se excluyen bancos. ³La información excluye la deuda del Sector Privado financiero. ⁴Incluye proveedores y otros, acreedores oficiales y atrasos.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

En relación al mercado de capitales, en 1994 los títulos de deuda en poder de no residentes correspondía a un 2,5% del PIB, llegando a un 5,7% en el año 2000. Este comportamiento se explica principalmente por las bajas tasas de interés que las empresas conseguían al emitir obligaciones negociables en mercados internacionales. Por otro lado, el crecimiento de la deuda externa bancaria fue producto del aumento de los préstamos en el exterior tomados por los grandes grupos económicos locales y las empresas públicas privatizadas (Rapoport, 2000).

En el año 1992 la proporción de títulos de renta fija en relación al total de la deuda externa era del 27% (cuadro 6.21), el 34% aproximadamente correspondía a deuda bancaria directa, el 12% aproximadamente correspondía a deuda que tenían estas empresas con proveedores, y el resto a otras fuentes de financiamiento en las que se incluyen la deuda con organismos internacionales, como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo y acreedores oficiales.

A lo largo de la década del '90 se observa una variación en la composición de las fuentes de financiamiento del SPNF. Se produce un aumento de la financiación a través de bonos y títulos privados, que es la suma de la disminución en el volumen que sufrieron los conceptos restantes. Es decir que, todas las fuentes de financiamiento disminuyeron su participación en el total de la deuda externa del SPNF, excepto en el caso de bonos y títulos privados. Con esta

¹⁰⁹ Según la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, se denomina deuda externa a los préstamos bancarios, títulos de deuda emitidos por las empresas y otros pasivos que estén en manos de residentes. Los datos sobre deuda externa privada que publica el INDEC surgen de un proceso de encuestas.

información podemos concluir que a lo largo de la década del '90 fueron trasladándose las fuentes de financiamiento desde los sectores más tradicionales hacia el mercado de capitales, lo cual es una señal positiva para el desarrollo de este último mercado. Sin embargo, siguen sin resolverse cuestiones importantes como las restricciones de acceso al endeudamiento externo. Las grandes empresas eran las únicas privilegiadas para acceder al mercado externo, el cual presentaba mejores condiciones como tasas de interés inferiores, plazos mayores, etc.

Cuadro 6.21. Endeudamiento externo del SPNF por tipo de fuente de financiación
 (% con respecto a la deuda externa del SPNF)

| | dic-92 | dic-93 | dic-94 | dic-95 | dic-96 | dic-97 | dic-98 | Dic-99 |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Bonos y Títulos privados | 27,3% | 44,0% | 39,7% | 36,8% | 33,6% | 38,2% | 41,3% | 41,3% |
| Deuda Bancaria Directa | 33,9% | 22,9% | 24,4% | 28,2% | 28,5% | 27,7% | 32,8% | 29,9% |
| Proveedores y Otros | 11,7% | 7,6% | 6,6% | 5,0% | 4,5% | 3,5% | 4,9% | 6,4% |
| Otras fuentes de financiamiento | 27,1% | 25,5% | 29,3% | 30,0% | 33,4% | 22,8% | 21,0% | 23,2% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la DNCI

Con el objetivo de salvar estas distancias, en 1994 el Poder Ejecutivo emite un decreto que permitía la emisión de ON para las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) y disminuyó los requisitos que debían cumplir las empresas para ingresar al mercado de renta fija. Sin embargo el mercado no funcionó como se esperaba, como explicaremos más adelante.

El hecho de que solo las grandes empresas tenían acceso tanto al mercado de capitales como al financiamiento externo, llevó a la elevada concentración del endeudamiento en pocas empresas. En diciembre de 1998 las 30 empresas más grandes de la Argentina concentraban el 57% del endeudamiento externo. A su vez, el 39% de estas 30 empresas son las empresas que se privatizaron a partir de 1994. Por otro lado, el 80% del endeudamiento externo se concentraba en empresas multinacionales (Dal Din, 2000), lo cual explica que el acceso al financiamiento externo solo estaba disponible para aquellas empresas conocidas mundialmente y con un respaldo sólido. Por otro lado, en la última mitad de la década del '90 comenzaron a emitirse los denominados fideicomisos financieros, los cuales tuvieron un gran impulso a fines de esta década. A continuación se describen los diferentes activos de renta fija que se negociaban en el mercado: las Obligaciones Negociables y los Fideicomisos Financieros, los dos principales títulos que se siguen emitiendo y negociando hasta la actualidad.

6.2.3.2. Obligaciones Negociables (ON)

Las obligaciones negociables son activos de renta fija que se emiten a medio y largo plazo. En general las emiten entidades no financieras, pero también podemos encontrar ONs que han emitido entidades financieras como bancos, cajas de ahorro, etc. Durante toda la década del '90 las emisiones de obligaciones negociables han representado una fuente muy importante de

financiación de las inversiones de las empresas más grandes del país. Si bien se han realizado esfuerzos para que las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) puedan también emitir obligaciones negociables en el mercado de renta fija, aun no se ha logrado llegar a resultados importantes.

El crecimiento de la emisión de ONs fue una de las consecuencias de las reformas jurídicas que se implementaron a partir de la apertura financiera de los '90, las cuales incentivaban la entrada de capitales extranjeros, aumentando el volumen de emisión de títulos de deuda privada. Una de ellas fue la reforma de la Ley N° 23.576 en 1991, en la cual se establecía exenciones impositivas para las emisiones de ON. En 1993 se dictaron varias leyes con el objetivo de flexibilizar los controles sobre la entrada de capitales extranjeros, así como las condiciones de colocación de las ON, con el objetivo de adaptar las necesidades de las empresas a las condiciones del mercado de capitales (Kulfas y Hecker, 1998).

Los montos colocados de obligaciones negociables han variado durante toda la década, presentando el mayor volumen en el año 1997 como se puede observar en el cuadro 6.22. Por otro lado, también se observa como varía la proporción de ON autorizadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y colocadas finalmente por las empresas.

Cuadro 6.22. Montos autorizados y colocados de ON
(en miles de dólares)

| Año | Montos autorizados | Montos colocados | Porcentaje colocado |
|-------|--------------------|------------------|---------------------|
| 1990 | 83.223 | 48.382 | 58% |
| 1991 | 522.160 | 374.486 | 72% |
| 1992 | 1.951.960 | 1.552.950 | 80% |
| 1993 | 5.596.650 | 4.287.650 | 77% |
| 1994 | 5.688.000 | 3.546.408 | 62% |
| 1995 | 4.087.000 | 3.319.065 | 81% |
| 1996 | 5.614.250 | 3.259.573 | 58% |
| 1997 | 10.671.927 | 7.932.643 | 74% |
| 1998 | 10.854.800 | 3.300.041 | 30% |
| TOTAL | 53.169.845.273 | 29.800.776.410 | 56% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNV.

Sin embargo, un informe de la Fundación de Investigación de América Latina (FIEL) revela que la financiación obtenida por medio de la emisión de títulos no tuvo como destino la inversión productiva, sino más bien a la refinanciación de deudas de las empresas emisoras, además de financiar el capital de trabajo de las mismas. Como lo mencionamos anteriormente, las tasas de interés que las empresas conseguían emitiendo ONs fuera del país, eran más ventajosas que las tasas de interés domésticas, por lo cual las grandes empresas emitían deuda en los mercados internacionales.

6.2.3.3. Obligaciones Negociables para PyMEs (ONPYMEs)

El gobierno nacional sancionó en el año 1993 el Decreto N° 1087/93 emitido por el Poder Ejecutivo Nacional con el objetivo de promover las emisiones de obligaciones negociables de pequeñas y medianas empresas PyMEs. El gobierno tenía como objetivo flexibilizar los requisitos de información que debían cumplir las pequeñas y medianas empresas, para intentar reducir los costos de la emisión de este tipo de instrumentos. Sin embargo, se aplicaban restricciones tanto sobre los montos emitidos como sobre el tipo de inversores que debía adquirir este tipo de obligaciones (Tudesca y Acosta Omaechea 2003).

En primer lugar tienen un monto máximo de colocación, es decir que las emisiones de una empresa no podían ser superiores a los \$5.000.000. Otro de los requisitos es que deben ser colocadas y negociadas en Bolsas de Comercio con Mercados de Valores adheridos, o de otras entidades autorreguladas autorizadas por la CNV. Además, los inversores que adquieran ONs deben cumplir ciertas condiciones "de idoneidad profesional o técnica, o de solvencia patrimonial" que fija la Comisión Nacional de Valores¹¹⁰. Por otro lado, no es necesario que las PyMEs presenten estados contables y financieros tan profundos, así como no se le exige que la emisión de ONs tenga calificación de riesgo, requisito que si debe cumplir las emisiones de las grandes empresas.

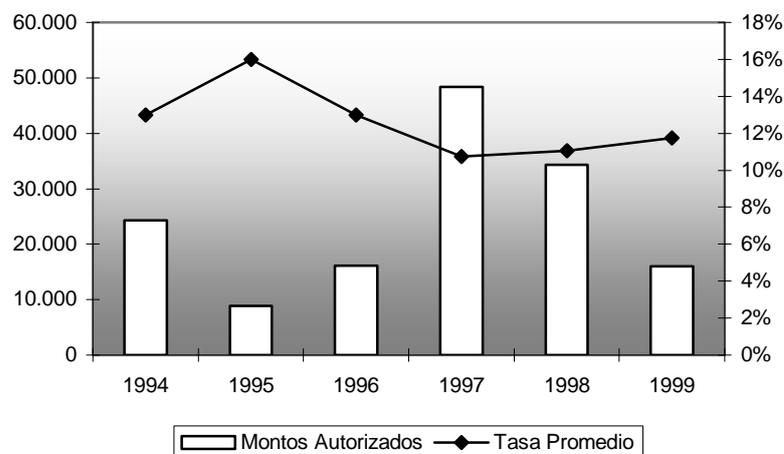
A pesar de la disminución de los requisitos de emisión, la evolución de las ONPYMES (Obligaciones Negociables para PYMES), no tuvieron el resultado esperado. Durante toda la década del '90 no se produjeron aumentos importantes en los volúmenes de emisión, lo que se debe en parte a la restricción en el monto de emisión. Según Tudesca y Acosta Ormaechea, (2003), uno de los problemas que encuentran las PYMES es formarse en una estructura societaria, requisito que se les exige para poder realizar la emisión. Según estos autores, el problema es de carácter cultural, ya que las empresas son reticentes a la presencia de socios que no son conocidos por ellas.

Desde el punto de vista de la demanda de estos activos, los inversores minoristas prefieren colocar sus excedentes en el sector bancario, y los grandes inversores encuentran más atractivo invertir en otros activos que le representan un mayor rendimiento. Por otro lado, en el sector PYME existe un alto grado de informalidad en relación a su situación impositiva y provisional. El hecho que tengan que emitir títulos de deuda los obliga a regularizar esta situación.

En el gráfico 6.14. se presenta el volumen emitido de ONPYMES y la tasa a la cual fueron colocadas. En 1994, cuando se comenzaron a emitir este tipo de obligaciones, se observa una elevada tasa de interés con respecto a los años posteriores. En parte esta situación se debe al aumento generalizado de tasas de interés en las economías emergentes por la crisis del Tequila. Por otro lado, la poca información que se les exigía a las empresas que emitían este tipo de obligaciones negociables, en relación a la información de sus estados contables y financiero, aumentaba la prima de riesgo que le exigía el mercado, lo que se reflejaba en una tasa de interés más elevada.

¹¹⁰ Decreto 1087/1993. Títulos valores. Pequeñas y medianas empresas. Oferta pública. Autorización del 24/5/1993; publ. 28/5/1993. Pder Ejecutivo Nacional.

Gráfico 6.14. Montos autorizados por la CNV de ON para PYMES (Miles de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNV

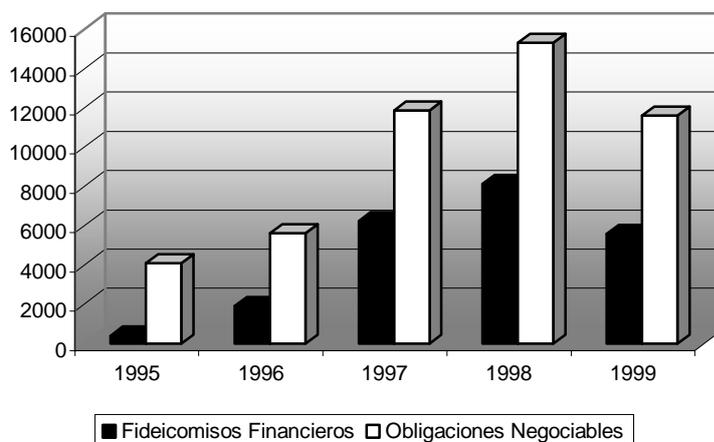
Se puede observar además, que la mayoría de las autorizaciones que realizó al CNV se hicieron en 1997, año en el cual aumentó el endeudamiento tanto público como privado. En 1999 se produce una disminución en los montos autorizados del ONPYMES y un leve aumento de los tipos de interés.

6.2.3.4. Fideicomisos financieros

Los fideicomisos financieros son activos de renta fija que surgen de un proceso de titulización. Desde la primera emisión, en 1995, estos títulos han presentado un volumen de crecimiento casi constante a lo largo de toda la década del '90. En el año 1994 se sancionó la ley 24441, con la normativa integral que rige la constitución de los Fideicomisos. Según esta ley "...habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) trasmite o se obligue a transmitir la propiedad fiduciaria de bienes determinados o determinables a otra (fiduciario), quién se obliga a ejercerla en beneficio de quién se designe en el contrato (beneficiario) y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario" (Perotti, 2002). En el caso de los fideicomisos financieros, el fiduciario es una entidad financiera o los beneficiarios por la CNV, y los beneficiarios son titulares de certificados de participación o de títulos de deuda garantizados por los bienes fideicomitados. En otras palabras, los fideicomisos financieros son activos de renta fija que surge de un proceso de titulización de activos. La mayoría de los activos que se titulan en Argentina corresponden a créditos otorgados por entidades financieras.

El primer fideicomiso financiero se emitió en el año 1995, y hasta la actualidad este sistema de financiamiento ha experimentado un crecimiento muy importante, como se observa en gráfico 6.15, que, con fines comparativos, también se presenta el volumen de ONs autorizadas por la CNV. Como vemos en el gráfico, ambos instrumentos siguen una tendencia creciente, hasta 1999, pero los fideicomisos financieros muestran un crecimiento mayor.

Gráfico 6.15. Volumen autorizado de emisiones de Fideicomisos Financieros y Obligaciones Negociables.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNV

La información acerca del aumento del volumen de los Fideicomisos Financieros (FF) se puede observar en el cuadro 6.23., donde se muestra la evolución tanto del volumen emitido como del número de contratos que se presentaron a oferta pública desde 1996 hasta 1999. Estas emisiones cuentan con calificaciones crediticias, al igual que las ONs. En este cuadro vemos que los contratos de FF se triplicaron en los últimos tres años de la década del '90.

Cuadro 6.23. Cantidad y volumen de los Fideicomisos Financieros

| Año | Número de contratos | | | Monto Agregado (millones de pesos) | | |
|------|---------------------|-------|-------|------------------------------------|-------|--------|
| | Dólares | Pesos | Total | Dólares | Pesos | Total |
| 1996 | 7 | 3 | 10 | 200,7 | 53,1 | 253,8 |
| 1997 | 23 | 5 | 28 | 816 | 121 | 937 |
| 1998 | 23 | 6 | 29 | 237,3 | 148,1 | 385,4 |
| 1999 | 21 | 9 | 30 | 1073,5 | 118 | 1191,5 |

Fuente: En base a datos de la Asociación Empresaria Argentina, 2004

La mayoría de las emisiones de FF se realizaron en dólares, sobre todo en el último período de la década del '90, lo cual sigue la tendencia de dolarización que se presenta tanto en el resto de la deuda privada como en las emisiones públicas. Otra característica del segmento de los FF en el mercado argentino, es que es uno de los países en donde el mercado de activos titulizados mostró un desarrollo importante en la década comparado con otros países de la región (S&P, 2000).

6.3. El mercado de renta fija a partir de la reestructuración de la deuda pública

A partir de las numerosas crisis financieras que se desarrollaron durante la década del '90 en los países emergentes, varios autores han intentado dar una explicación de acerca de las causas de las diferentes crisis, para poder brindar posibles soluciones. Una de las posibles causas de las crisis financieras ha sido el aumento del riesgo de la deuda pública. Debido a la identificación del problema, diferentes autores desarrollaron sus trabajos marcando la tipología de títulos públicos que, cuando se observa malestar en el mercado, pueden sufrir en mayor medida y traer consigo un aumento del riesgo de *default* de la deuda pública. Sin lugar a duda, varios autores coinciden en que el plazo de vencimiento de los títulos y la moneda de emisión son dos aspectos que se encuentran directamente relacionados con el riesgo de impago por parte del emisor.

Numerosos estudios señalan que las economías con una gran proporción de pasivos a corto plazo son más vulnerables a cambios inesperados de los flujos de capital y de las crisis de liquidez (Alesina, Prati y Tabellini, 1987; Sachs, Tornell y Velasco, 1996; Rodrik y Velasco 1999; Allen et al 2002; Claessens, Klingebiel y Schmukler, 2007). Por otro lado, al emitir una proporción elevada de sus pasivos en moneda externa, se exponen a mayores riesgos, uno de ellos es el denominado riesgo cambiario. Por otro lado, reduce la dimensión de las políticas domésticas para aliviar los impactos de la crisis (Jeanne, 2000; Hausmann y Panizza 2003; FMI, 2004; Claessens, Klingebiel y Schmukler, 2007). Además del plazo de vencimiento y la moneda de emisión, existen otras características como el tipo de cupón, la indexación del capital, la forma de realizar la amortización del capital, etc.

Por estas razones creemos necesario analizar cual es la calidad de las emisiones del gobierno argentino en el mercado primario. El contexto en el cual se desarrolla este estudio parte de la finalización del proceso de canje de deuda en *default*, lo cual nos permitirá, además de analizar la nueva estructura de la deuda, nos permite observar la respuesta del mercado ante las diferentes emisiones del sector público. En la primera parte de esta apartado se describe la calidad de la deuda Argentina en relación a otros países de la región, con el objetivo de observar su evolución y cuales son las posibilidades para disminuir el riesgo de la deuda pública. En la segunda parte de este apartado, se presenta la evolución de los títulos públicos en Argentina, tanto en el mercado primario como en el mercado secundario, para poder observar como funcionaron las distintas funcionan de una manera más estable ante shocks internos y externos. Para contextualizar este análisis, antes de comenzar a desarrollar la calidad de la deuda, presentamos un resumen de cómo argentina volvió a emitir deuda en el mercado secundario.

6.3.1. El concepto calidad de los títulos de renta fija

En los últimos años los países emergentes han realizado numerosos esfuerzos en materia de política económica con el objetivo de aumentar el volumen de títulos emitidos en su propia moneda, a tasa fija y a medio y largo plazo. Numerosos estudios han llegado a la conclusión de que la mejora de la estructura de emisión de los bonos públicos permite disminuir la

vulnerabilidad financiera ante shocks internos y externos. Sin embargo, quedan economías emergentes que aún no lograron dar este importante paso, como la economía argentina.

La tendencia a analizar las características de los títulos emitidos por el gobierno como un complemento al volumen de deuda comenzó a partir de las crisis en los mercados emergentes y del contagio de las mismas hacia otros países con similar grado de desarrollo. Se pudo observar además que cuando el gobierno presentaba problemas para cumplir con la deuda, no era solo porque la cantidad de deuda en circulación era excesiva, (en algunos casos el indicador deuda/PIB no presentaba problemas), sino que la misma tenía determinadas características de emisión que aumentaban el grado de incumplimiento por parte del gobierno. A partir de aquí es cuando se habla de los riesgos de incumplimiento de la deuda por parte del sector público tanto en términos de cantidad como de calidad.

El BID (2007) define la calidad de la deuda pública como “el grado de riesgo asociado con un volumen dado de deuda”. Según este organismo, la calidad de la deuda depende principalmente de dos dimensiones: denominación y vencimiento. Estas dos últimas características de la deuda determinan una parte muy importante de la capacidad que tiene el gobierno en un determinado momento, de cumplir con el pago de la deuda pública y la sensibilidad de los costos de la deuda ante shocks internos y externos.

Varios autores señalan que cuanto mayor es la proporción de títulos en moneda local con cupón fijo, y a medio y largo plazo, menor es el riesgo soberano, es decir, menor es el riesgo de que el gobierno no cumpla con las condiciones contractuales de la deuda (Alesina, Prati y Tabellini, 1990; Sachs, Tornell y Velasco, 1996; Rodrik y Velasco 1999; BID, 2007, entre otros).

El concepto de calidad de la deuda es un concepto nuevo, que como mencionamos anteriormente, se centra en las características de emisión de los títulos de deuda. En este apartado describimos como al emitir títulos con determinadas características, la calidad de la deuda disminuye, ya que aumenta la vulnerabilidad financiera de la economía. Para ello, se analiza en que medida cada una de las características de los títulos de renta fija que se emiten en los países emergentes, afectan o son afectadas por decisiones de política económica, como puede ser variaciones del tipo de cambio, inflación, etc. modificaciones de las condiciones financieras internacionales, como variaciones de los tipos de interés internacionales, salidas repentinas de un gran volumen de capitales, etc.

6.3.1.1. El plazo de emisión de los títulos públicos

Tal como comentamos, una gran proporción de pasivos a corto plazo son más vulnerables a cambios inesperados de los flujos de capital y de las crisis de liquidez. Un país puede presentar problemas de liquidez en el caso de que sus obligaciones a corto plazo superan el valor de liquidación de sus activos, lo que se denomina: crisis de liquidez. Los problemas de liquidez en un determinado momento pueden surgir sin que el gobierno tenga dificultades para seguir cumpliendo con sus obligaciones, es decir, sin que se presenten problemas de sostenibilidad de la deuda.

Las expectativas acerca de la capacidad del gobierno de hacer frente a sus obligaciones a corto plazo, puede ser tanto el origen como una de las consecuencias de una crisis de liquidez. Una de las explicaciones parte de las expectativas de los inversores, es decir, si una parte de los inversores duda de la capacidad del gobierno para cumplir con la deuda contraída, disminuye o detiene el flujo de financiamiento a la economía. Esta situación es vista por otros inversores y puede generar lo que se denomina “efecto manada”, es decir, que otros inversores disminuyan o retiren sus inversiones porque esperan que otros inversores lo hagan también, lo cual genera una importante salida de capitales (Sachs, 1984, Alesina, Prati y Tabellini, 1990, Cole y Kehoe, 2000, Chamon 2003).

El problema de liquidez que enfrenta el gobierno puede ser temporal, pero el efecto sobre las expectativas de los inversores puede producir la venta masiva de bonos públicos, y la subsiguiente caída de sus precios. Alesina, Prati y Tabellini (1990) realizaron un estudio sobre la gestión de bonos públicos en Italia, y llegaron a la conclusión que la estructura de vencimiento de los bonos públicos tiene influencia sobre la probabilidad de una crisis de confianza.

Rodrik y Velasco (1999) realizan un estudio empírico que relaciona la proporción de la deuda a corto plazo tanto pública como privada de 39 países emergentes, y llegan a la conclusión de que una excesiva cantidad de deuda a corto plazo puede aumentar la vulnerabilidad de los países deudores, lo cual los haría más propensos a crisis financieras ante cambios en las expectativas de los acreedores. Además, Alfaro y Kanczuk (2006) agregan que la tasa de interés que paga el gobierno por emitir bonos a corto plazo, esta sujeta a pequeños shocks de la economía, lo que la convierte en más riesgosa al necesitar ser refinanciada periódicamente. Agregan además que una mayor proporción de bonos a largo plazo, disminuiría la sensibilidad del balance fiscal ante fluctuaciones de los tipos de interés.

Entre las consecuencias de emitir elevadas cantidades de títulos a corto plazo Claessens, Klingebiel y Schmukler, (2007) argumentan que se intensifican dos tipos de riesgo: riesgo de plazos y riesgo de tipo de interés. El riesgo de plazos se refiere a que, ante signos de vulnerabilidad económica, los tenedores de bonos pueden decidir no refinanciar la deuda y exigirla al plazo de vencimiento. El riesgo de tipos de interés hace referencia a que la debilidad económica que observan los inversores, lleva a que, para refinanciar la deuda, van a exigir una tasa de interés más elevada. Si la emisión de una proporción importante de deuda a corto plazo genera mayores riesgos, ¿cual es el razón que lleva al gobierno a endeudarse por medio de títulos que generan mayores riesgos?. La razón está relacionada con los costos de emisión, ya que la prima que tiene que pagar el gobierno por emitir títulos a más largo plazo, se encuentra muy por encima del tipo de interés que paga emitiendo títulos a corto. Broner, Lorenzoni y Schmukler, (2004) realizaron un estudio empírico que relaciona los costos de endeudarse por parte del gobierno y la estructura de vencimiento, y llegaron a la conclusión de que la brecha entre los tipos de interés a largo plazo es mayor que la brecha en las emisiones a corto plazo comparando Alemania y Estados Unidos como países desarrollados, con países emergentes. Este resultado refleja el hecho de que los inversores exigen una prima de riesgo más elevada por mantener títulos a más largo plazo.

Otros autores sostienen que la deuda a largo plazo es más segura para el gobierno porque reduce los costos esperados de la refinanciación de la deuda, y de esta manera, su riesgo (Calvo y Mendoza, 2000; Kaminsky y Reinhart, 2000; Caballero y Krishnamurthy 2001, 2003).

Según Broner, Lorenzoni y Schumkler, (2004) la prima de riesgo en periodos de crisis de los países emergentes es más elevada que en períodos normales. Estos autores argumentan que el gobierno de los países emergentes debería emitir una mayor proporción de deuda a corto plazo en periodos de volatilidad, y esperar que se estabilice la economía para emitir títulos a largo plazo, con el objetivo de evitar pagar un costo más elevado a largo plazo, consecuencia de la mayor inestabilidad que en ese momento presenta la economía. Por otro lado, comprobaron que existe una relación negativa entre el costo de emitir títulos a largo plazo en relación a los costos de los títulos a corto plazo y el vencimiento de nuevas emisiones de títulos públicos, es decir, cuando las emisiones a largo plazo son más costosas, los países emiten una mayor cantidad de títulos a corto plazo.

Borensztein, Levy Yeyati y Panizza (2007) agregan que cuando un gobierno tiene baja credibilidad con respecto a la gestión de la inflación, la deuda en moneda nacional a corto plazo se presenta como la mejor alternativa. En este caso, si los inversores esperan que la tasa de inflación crezca con el tiempo, no van a invertir en títulos en moneda local a largo plazo, ya que existe un elevado riesgo de un brote inflacionario, y la consecuente pérdida de valor de sus activos financieros. Esta situación lleva a que se le exija al gobierno pagar tasas que compensen el riesgo inflacionario, y que sea más beneficioso emitir títulos a corto plazo antes que atarse a un tipo de interés alto a largo plazo. Estos autores aconsejan, que es necesario que el gobierno realice esfuerzos para aumentar su credibilidad, para luego poder aumentar los plazos de vencimiento a tasas de interés más bajas. Algunos autores opinan que la excesiva cantidad de títulos a corto plazo es más un síntoma de otros problemas más profundos, que una de las causas de las crisis financieras. Entre los problemas subyacentes se encuentran: la falta de buenas políticas y la debilidad de instituciones domésticas, (Chamon y Hausmann, 2002; Jeanne, 2004; Tirole, 2002; FMI, 2004, 2005).

Según el BIS (2007), la falta de emisiones de deuda a largo plazo conduce a la aparición de otros riesgos asociados a la ausencia de oferta de activos a largo plazo que encajen con pasivos a largo plazo. Este es el caso de los inversores locales como los fondos de inversión y compañías de seguro, cuya demanda de activos financieros se centra en el largo plazo al igual que sus pasivos. La falta de activos de largo plazo puede conducir a que estos inversores opten por activos que no se ajustan a su estructura de pasivos, lo cual aumenta el riesgo de tasa de interés, o bien que los sustituyan por otros activos en el mercado internacional, disminuyendo su participación en el mercado local.

Otra consecuencia de la incapacidad del gobierno de emitir títulos a largo plazo es la concentración del riesgo de crédito y plazos en el sector bancario. Al no tener la posibilidad de emitir títulos en el mercado de capitales, el gobierno puede decidir contraer financiamiento a largo plazo en moneda local a través de los bancos, a cuyo sector le traslada el riesgo de crédito, lo cual es peligroso para toda la economía. Además, los controles monetarios y la estabilidad del sistema financiero pueden ser más vulnerables a la entrada y salida de los flujos de capital orientados a títulos a corto plazo.

Otro problema que surge al emitir una proporción elevada de títulos a corto plazo, es la ausencia de una estructura temporal de tipos de interés para medio y largo plazo. Una estructura de títulos para todos los plazos permite proyectar los tipos de interés que reflejen exactamente los costos de oportunidad de financiarse en cada vencimiento. Sin ella, carecemos de una herramienta que nos sirva de *benchmark* para evaluar otros activos

financieros como títulos de deuda privada, préstamos bancarios, acciones, etc. (Herring y Chatusripitak, 2000; BIS 2002). Para los *policymakers* la estructura de rendimientos brinda una información importante en relación a las expectativas de los agentes económicos sobre las futuras tasas de interés y las expectativas de inflación (BIS, 2007). Además, en ausencia de una estructura temporal de tipos de interés, resulta difícil valorar el riesgo de crédito, ya que no se puede comparar activos riesgosos con activos libres de riesgo.

6.3.1.2. La moneda de emisión de los bonos públicos

En los países emergentes existe una gran proporción de títulos públicos que se emiten en moneda externa. Esta situación está siendo objeto de debate actual ya que muchos autores argumentan que la deuda denominada en moneda externa fue una de las principales causas de las crisis financieras que experimentaron estos países. Partimos de la base de que los países emergentes, al emitir una proporción muy grande de sus pasivos en moneda externa, se exponen a mayores riesgos, uno de ellos es el denominado riesgo cambiario. Una variación del tipo de cambio real aumentaría el volumen de la deuda emitida en moneda externa en términos de moneda local, y como los ingresos se mantienen en moneda local, sería necesario destinar una mayor cantidad de ingresos para cumplir con los servicios de la deuda en moneda externa, exponiendo al país a un mayor riesgo de *default* (Eichengreen, Hausmann y Panizza, 2003b; De la Torre y Schmukler, 2004a; Borensztein, Levy Yeyati y Panizza, 2007).

La vulnerabilidad de los mercados que presentan una elevada proporción de deuda en moneda externa se pudo observar en las numerosas crisis financieras que experimentaron los países emergentes en los últimos años. Según el FMI, (2004) la denominación de la deuda en otra moneda que no sea la doméstica reduce la dimensión de las políticas domésticas para aliviar los impactos de la crisis.

Un descalce de monedas en la hoja de balance del gobierno, puede provocar una crisis de confianza en la moneda local entre los inversores que lleve a los mismos a atacar la moneda local. Si se presenta esta situación, con el objetivo de estabilizar la economía, el gobierno se enfrenta al dilema entre elevar la tasa de interés o dejar que la moneda se deprecie, pero ambas opciones tienen efectos adversos sobre la hoja de balance de los deudores que tienen sus pasivos dolarizados. En el caso de que opte por la última opción, los problemas en la hoja de balance se agravarían, entrando en un círculo vicioso (FMI, 2004). Este *mismatch* o descalce de moneda, como suele denominarse a la situación en la cual la hoja de balance de una entidad presenta activos en moneda local y pasivos en moneda externa, incrementa la probabilidad de crisis financieras y puede provocar corridas financieras auto cumplidas (Jeanne, 2000). Hausmann y Panizza, (2003) agregan que el tipo de cambio suele experimentar pequeñas variaciones en períodos de estabilidad económica y debilitarse en períodos de volatilidad, lo que provocaría un esfuerzo mayor para enfrentar los servicios de la deuda en períodos volátiles, reduciendo el interés por parte de los inversores para adquirir títulos, acentuando la naturaleza procíclica de los flujos de capitales.

Muchos autores se preguntan porque los países emergentes emiten deuda en moneda externa, si numerosos estudios y experiencias han demostrado que aumenta la vulnerabilidad de la economía a través de los descalces de monedas en la hoja de balance (currency mismatch), y

puede ser una de las causas de crisis financieras (Claessens, Klingebiel y Schmukler, 2007). La respuesta es similar a la de los títulos a corto plazo: emitir títulos en moneda externa es menos costoso que emitirla en su propia moneda (Chamon, 2001). Sin embargo, Borensztein, Levy Yeyati y Panizza (2007) argumentan que el gobierno puede justificar pagar un precio más elevado por emitir deuda en moneda local a largo plazo a cambio de una estructura de deuda más segura. Además agregan que las emisiones en moneda local generan externalidades positivas sobre el desarrollo del mercado de bonos interno, ya que amplían la base de inversores en este tipo de títulos.

Otros autores explican la elevada proporción de bonos en moneda externa de los países emergentes con la idea de “pecado original”, lo cual hace referencia a la incapacidad del gobierno de pedir prestado en moneda local fuera del país (Eichengreen y Hausmann, 1999; Eichengreen y Asuman, 2002; Hausmann y Panizza, 2003; Chamon y Hausmann, 2005, entre otros). La idea de pecado original ha sido una de las más estudiadas y que más debate suscitó principalmente en lo que se refiere a las causas de su surgimiento. Eichengreen y Hausmann, (1999) desarrollaron la primer definición de pecado original que incluía la imposibilidad de los gobiernos de endeudarse en moneda local en mercados internacionales, además de la imposibilidad de emitir deuda dentro del países en moneda local a largo plazo y a tasa fija.

A partir de las numerosas experiencias que han surgido en los últimos años, se puede observar que en varios países emergentes se produjo un desarrollo importante del mercado doméstico de bonos, lo que se tradujo en un aumento de las emisiones en moneda doméstica a largo plazo en el mercado local, situación que llevó a poner en duda la idea de pecado original. Por lo que varios autores señalan que no se puede considerar que las causas que impidan al gobierno emitir deuda en moneda local en los países emergentes sean las mismas que las causas de no poder emitir deuda en moneda local a largo plazo y a tasa fija en el mercado interno.

Algunos autores señalan que la incapacidad del gobierno para emitir deuda en moneda local en los mercados internacionales (pecado original internacional) se puede explicar por la dimensión de la economía, pero la incapacidad de pedir prestado en moneda local a largo plazo y tasa fija en el mercado doméstico (pecado original doméstico) era el resultado de factores macroeconómicos e institucionales (Hausmann y Panizza, 2003). Otro autores señalan que el pecado original tanto doméstico como internacional esta altamente correlacionado tanto con variables de dimensión de la economía, como con variables institucionales y macroeconómicas (Jeanne 2002; Burger y Warnock 2004; entre otros).

Hausmann y Panizza, (2003) encuentran que la credibilidad monetaria, medida a través de bajas tasas de inflación y de mecanismos de controles de capital, está asociada con altos niveles de emisiones en el mercado local en moneda doméstica, a largo plazo y a tasa fija. Sin embargo, no encuentran que estas variables estén relacionadas con la imposibilidad de pedir prestado en moneda local en el mercado internacional, solo encuentran significativa la variable que mide la dimensión de la economía para poder explicar el pecado original internacional. Una de las razones es que las emisiones internacionales se realizan en una pequeña cantidad de monedas que corresponden a los países más desarrollados, el 97% del total de títulos en el mercado internacional se encuentran emitidos en cinco monedas: dólares estadounidenses, euros, yenes, libras esterlinas y francos suizos.

Por otro lado, la dimensión de la economía es importante para explicar el pecado original internacional ya que las economías pequeñas no pueden beneficiarse del ahorro de costos que supone un gran volumen de emisión y negociación en estos mercados. Hausmann y Rigobon, (2003) por su parte, argumentan que los costos de las transacciones internacionales limitan los incentivos de los inversores a colocar sus inversiones en títulos emitidos en monedas de pequeñas economías. Este problema no se presenta en economías de gran tamaño, ya que ellas sí pueden emitir títulos en moneda doméstica.

Jeanne (2003) sin embargo, encuentra que la credibilidad de la política monetaria puede explicar la composición de monedas de la deuda de un país, tanto en el mercado doméstico como en el mercado internacional. Desde el punto de vista del pecado original internacional, este autor afirma que, si en las políticas económicas del gobierno no se observan acciones antiinflacionarias, los inversores externos serían reticentes a prestar en una unidad que el mismo deudor puede manipular, con lo cual solo estarían dispuestos a prestar en moneda externa o a corto plazo, ya que se protegerían del riesgo de inflación. Este autor concluye que superar el pecado original, tanto doméstico como internacional es solo cuestión de que el gobierno fije reglas institucionales y macroeconómicas claras, y desarrolle una reputación en relación a la estabilidad de los precios.

Varios autores concuerdan con la afirmación de que la credibilidad de la política monetaria es un elemento muy importante en la estructuración de la deuda. El FMI, (2004) agrega que las políticas insostenibles llevan a que los acreedores anticipen que el gobierno se apropiaría de parte de sus activos directamente, a través del *default* o indirectamente a través de la inflación si la deuda está denominada en moneda local. Esta situación provoca que los gobiernos tengan que emitir deuda más riesgosa, como por ejemplo en moneda externa, que lo hace más propenso a las crisis. Borensztein, et al (2005), enumera las características que empeoran la existencia del pecado original doméstico. Entre ellas se destacan: la elevada tasa de inflación, la alta tasa de los servicios de la deuda sobre el PIB, la pendiente invertida de la curva de rendimiento y la estrecha base de inversores.

Por otro lado, algunos autores opinan que las emisiones de deuda en moneda externa serían una solución en períodos de inconsistencia de la política monetaria (Bohn, 1990). Esta discusión también llevó a que algunos autores se planteen el hecho de si es mejor para un país emitir títulos en moneda doméstica en el mercado internacional. Tovar (2005) encuentra que las emisiones en moneda local en el mercado internacional de tres países de Latinoamérica generan beneficios para toda la economía, ya que los gobiernos mejoran la composición monetaria de la deuda, lo cual reduce el riesgo cambiario; y los inversores se benefician por la diversificación de sus carteras y por el aumento del rendimiento, por el ahorro de costos (ya que comprar títulos en el mercado local es más costoso que en el mercado internacional).

Por otro lado, las transacciones en los mercados internacionales se liquidan en dólares estadounidenses, lo cual evita el riesgo de convertibilidad de la moneda. En cuanto a cuestiones legales, las emisiones internacionales están regidas por leyes internacionales, lo cual aumenta la confiabilidad de este tipo de deuda, y disminuye el riesgo de *default* que observan los inversores, con la consecuente caída de la prima que debe pagar los países emergentes por considerarse más riesgosos que otro tipo de países. Sin embargo, este autor argumenta que es necesario observar si las inversiones en estos títulos son estables en momentos de tensiones financieras. Por otro lado, opina que emitir títulos en moneda local en

el mercado internacional puede fragmentar la liquidez en el mercado nacional, lo cual afectaría directamente el desarrollo del mercado de bonos. Varios autores estudiaron como los mercados emergentes pueden superar el pecado original, Entre ellos, Mehl y Reynaud (2005) explican que la implementación de una política monetaria sólida que ayude a la ampliación de la base de inversores, reduzca la volatilidad de los precios, disminuya la relación de la deuda sobre el PIB y ayude a construir una curva de rendimiento a largo plazo, puede superar las restricciones que impone la teoría del pecado original doméstico.

A modo de resumen, se puede observar que muchos autores coinciden en que la imposibilidad de pedir prestado en moneda local, tanto en el mercado internacional como en el mercado local, se encuentra muy relacionada con una política macroeconómica sustentable y creíble. Pero, ¿cómo específicamente influyen las variables macroeconómicas en los títulos emitidos en diferentes monedas?. Las variables macroeconómicas que tienen mayor influencia son: el tipo de cambio y la tasa de inflación.

6.3.1.3. El dilema entre riesgo de plazos o riesgo de descalce

Anteriormente se pudo observar los riesgos cambiarios y de plazos con los cuales se enfrenta una economía que emite gran cantidad de bonos públicos en moneda externa o a corto plazo. En este apartado explicamos que al combinar estas dos características, se crea un dilema para el gobierno entre exponerse a un riesgo cambiario o a un riesgo de plazos. Varios autores han llegado a la conclusión de que la deuda emitida en moneda externa o a corto plazo son dos variables que pueden aumentar la probabilidad de *default* de la deuda cuando la economía experimenta un *shock* negativo (Manasse, Roubini, y Schimmelpfennig, 2003). En América Latina se está llevando a cabo un proceso de desdolarización, es decir, un cambio de la deuda en moneda externa a deuda en moneda local. Sin embargo, al sustituirse por deuda a corto plazo, esta decisión lleva a que se traslade el riesgo de la deuda, es decir, que se sustituya riesgo cambiario por riesgo de plazos (Borensztein, Levy Yeyati, Panizza; 2007).

Otros autores. argumentan que el proceso de desdolarización no esta correlacionado con un aumento de los títulos a corto plazo, sino más bien con el aumento de desarrollo y la dimensión de la económica, además del aumento de la presencia de los inversores institucionales (Cowan, Levy Yeyati, Panizza y Sturzenegger, 2006). Los títulos en moneda externa o emitidos a corto plazo tienen sus ventajas para el emisor. La deuda en moneda externa a tasa fija protege al emisor de riesgos de cambios bruscos en los tipos de interés, y la deuda en moneda local a corto plazo protege al emisor de aumentos de la carga de la deuda ante una depreciación del tipo de cambio. Por lo que Borensztein, Levy Yeyati y Panizza (2007) argumentan que el gobierno debe conocer el peso de cada uno de estos riesgos y de esta forma diversificar las emisiones para poder disminuir ambos riesgos.

Por otro lado, existe la posibilidad de superar este problema emitiendo deuda indexada. Dentro de los indicadores o variables utilizados para indexar los títulos de deuda encontramos la inflación, el PIB, el precio de commodities, el volumen de exportaciones, etc. Como veremos a continuación, emitir deuda indexada tiene sus ventajas ya que es una forma de aumentar el plazo de emisión de los títulos denominados en moneda local, pero también sus desventajas.

6.3.1.4. La tasa cupón de los títulos

Como vimos anteriormente, emitir títulos en moneda doméstica a largo plazo y a tasa fija les resulta difícil a la mayoría de los países emergentes. La estructura de los títulos de deuda pública se caracteriza por emisiones en moneda local y tasa fija a corto plazo, emisiones a largo plazo en moneda local pero con tasas de interés indexadas o capital indexado, o títulos emitidos a largo plazo a tasa fija pero en moneda externa. En los apartados anteriores observamos como el desajustes de plazos o el descalce de monedas podía ser un signo de vulnerabilidad de la economía o una de las causas de una crisis financiera. En este apartado se expone la literatura existente sobre las características de los títulos del gobierno en relación a la tasa cupón fijada en las condiciones de emisión.

Cuando realizamos la descripción de los mercados de renta fija de los principales países latinoamericanos, llegamos a la conclusión de que en estas economías en general los tipos de interés son fijos en el corto plazo, pero a largo plazo la mayoría de los países emiten títulos con tasa variable. Esta tasa variable puede tomar distintas formas, vinculadas a una tasa de interés del mercado, a la variación de la tasa de inflación, a la variación del tipo de cambio, a la tasa de crecimiento de la economía, al nivel de exportaciones, a la tasa deuda/PIB, etc. Además encontramos títulos con tasa cupón fija, pero que su capital se encuentra indexado, por ejemplo, a la evolución de los precios. Estos títulos se denominan bonos capital indexado, y solo difieren de aquellos que tienen la tasa cupón indexada cuando se calcula la duración del bono (Price, 1997).

Cuando Reynaud y Mehl, (2005) definen el pecado original doméstico, argumentan que los gobiernos, además de no ser capaces de emitir deuda en moneda local a largo plazo, se encuentran obligados a emitir títulos indexados, ya sea a la tasa de interés o a la tasa de inflación de la economía. Estos autores agregan que la indexación de la deuda hace que los pagos de los intereses sean contingentes, y que estén asociados a una mayor incertidumbre en épocas malas, efecto que también contienen los títulos vinculados a la moneda externa.

En general la literatura habla de bonos con interés flotante cuando el tipo de interés que paga el bono esta referenciado a una tasa de interés determinada por el mercado, en la mayoría de los casos, a corto plazo. Cuando hablamos de títulos indexados, nos estamos refiriendo a que el tipo de interés que paga el cupón esta indexado a la inflación, el tipo de cambio, o alguna otra variable de la economía como puede ser el PIB, o la tasa de crecimiento de las exportaciones, etc. Si bien puede tener algunos matices, el funcionamiento de un título cuya tasa de interés está vinculada al tipo de cambio se asocia a los títulos emitidos en moneda externa, por lo que en este caso solo describimos los títulos indexados a la inflación y los títulos emitidos con tasa flotante.

6.3.1.5. Bonos indexados a la inflación

Entre las ventajas que tienen los bonos indexados a la inflación se destaca la de aumentar el plazo de vencimiento de la deuda pública en moneda local, como consecuencia de la dificultad con la que se encuentran las autoridades económicas para emitir títulos a largo plazo. Por otro

lado, algunos autores suponen que los títulos indexados a la inflación tienen menos probabilidad de influir sobre una crisis ya que no amplían los efectos de los shocks adversos, y puede llegar a tener efectos contracíclicos.

Los títulos indexados a la inflación presentan la ventaja de proteger al inversor de los cambios en el poder de compra de sus inversiones. El desarrollo de inversores institucionales como los fondos de pensión, amplía la base de inversores que buscan protegerse en contra de estos cambios, lo que incentiva el desarrollo del mercado de este tipo de títulos (FMI, 2004). Fischer, (1983) argumenta además, que la emisión de títulos indexados a la inflación reduce los incentivos del gobierno de disminuir la deuda emitiendo dinero lo que provocaría un aumento de la tasa inflacionaria y elevaría los costos de la deuda indexada (Alfaro y Kanczuk, 2006). En este sentido, la emisión de títulos indexados lleva a que el gobierno tenga una mayor disciplina monetaria.

Price (1997) enumera las ventajas de la emisión de títulos indexados a la inflación entre las que se encuentran el ahorro de costos por parte del emisor, aumentar la credibilidad y los compromisos de la política monetaria y completar el mercado con una mayor cantidad de alternativas de inversión. Además, argumenta que este tipo de títulos alienta el ahorro dentro de la economía, ya que provee una forma de ahorrar que esta fuera del alcance del riesgo inflacionario. Por otro lado, este autor afirma que si el mercado sobrestima la tasa de inflación futura, los inversores estarán dispuestos a invertir en esta clase de títulos en lugar de aquellos que tienen tipos fijos. El gobierno también cuenta con ventajas al tener información privilegiada sobre esta variable y poder influir sobre ella en el futuro.

Resumiendo, en países donde la inflación es un problema, la emisión de títulos indexados ayuda a desarrollar el mercado de capitales, ya que posibilita el aumento de los bonos en moneda local, y aumenta la credibilidad de los agentes que participan en el mercado, con respecto a las acciones que el gobierno tomará en relación a la tasa de inflación. Sin embargo, los bonos indexados presentan algunas desventajas. García Herrero, et al (2002) encuentran que, si la moneda sufre una depreciación, comenzarán a aumentar las expectativas de inflación, que si bien supone un aumento de la demanda de estos títulos, también suponen un aumento de los servicios de la deuda.

Por otro lado, la deuda indexada es menos líquida que otros títulos ya que los tenedores de este tipo de bonos en general los adquieren para mantenerlos hasta su vencimiento, debido a que no se produce una disminución de su valor por aumentos de la inflación (Jeanneau y Tovar, 2006). Los principales demandantes de estos títulos son fondos de pensión y las compañías de seguros, cuya actividad principal los impulsa a comprar activos a largo plazo en moneda doméstica, para cubrir sus pasivos que presentan las mismas características. Por otro lado, en general la regulación de los países incentiva a que este tipo de instituciones financieras mantengan en sus carteras una elevada proporción de títulos públicos

Si dentro de la deuda los títulos indexados a la inflación representan una proporción importante, el gobierno tiene incentivos para manejar oportunamente los datos relacionados con el aumento de los precios, por ello varios autores hicieron hincapié en la importancia de que las instituciones encargadas de medir las principales variables macroeconómicas funcionen de manera independiente a los objetivos de política económica del gobierno (FMI, 2004). Como ejemplos de títulos indexados emitidos por países Latinoamericanos, el caso más

extremo es el de Argentina, cuyos títulos de deuda indexados a la inflación corresponden al 43% del total de títulos emitidos (2007). Chile es otro claro ejemplo de una elevada proporción de títulos indexados a la inflación, pero a diferencia de otros países, los títulos están emitidos en una unidad monetaria que refleja automáticamente un cambio en la tasa de inflación de la economía.

6.3.1.6. Bonos emitidos con tasa cupón variable

Los títulos con tasa cupón flotante o variable en general son títulos cuyo cupón está vinculado a una tasa de interés de mercado ya sea doméstica o internacional. El riesgo asociado a la vinculación de los tipos de interés de un título con respecto a una tasa de interés determinada por el mercado, se asocia al riesgo de emitir títulos a corto plazo. La diferencia entre estos dos tipos de títulos es que los títulos emitidos con tasa cupón flotante tienen menos riesgos de tipo de interés ya que el tenedor solo se expone a riesgos de *default*, (Price, 1997). Otro inconveniente que presenta la deuda emitida con tasa cupón variable es la mayor incertidumbre tanto para los inversores como para el emisor, en relación a los servicios que tiene que afrontar este último en el futuro. Si bien a corto plazo se puede realizar una estimación de la variable a la cual está referenciada la tasa cupón, a largo plazo esta variable se vuelve más incierta, aumentando el riesgo de este tipo de deuda. Según Calvo, (1988) cuando el gobierno emite títulos cuyo cupón están vinculados a tipos de interés del mercado doméstico, los cambios en estos últimos afectarían directamente la solvencia del gobierno, aumentando la probabilidad de riesgo de *default*. El aumento de la prima de riesgo del país, volvería a aumentar los tipos de interés a corto plazo, lo que se convertiría en un círculo vicioso.

6.3.2. La calidad de las emisiones públicas en el mercado argentino

Como mencionamos anteriormente, la calidad de la deuda se define como el grado de riesgo asociado a un determinado nivel o volumen de deuda. Para medir la calidad de la deuda, debemos observar cuales son los determinantes del riesgo de la composición deuda pública. En el apartado anterior se describió como los distintos componentes de los títulos públicos representaban una mayor o menor exposición al riesgo, tanto para el emisor como para el tenedor del título. En este apartado intentaremos explicar, a partir de distintos indicadores, el grado de riesgo de los títulos de deuda emitidos por el gobierno argentino, con el objetivo de encontrar la causa de la imposibilidad de mejorar la calidad de la deuda, como si lo están haciendo los países vecinos. Existen numerosos indicadores que intenta medir el riesgo de la composición de la deuda, nos centramos en los que tienen que ver solo con la estructura de la deuda, es decir, con el plazo, el tipo de cupón, la moneda de emisión y la periodicidad de la amortización.

6.3.2.1. El plazo de emisión: El riesgo de descalce de plazos en Argentina

En el apartado anterior describimos una serie de autores que argumentan que una proporción elevada de títulos a corto plazo hace más vulnerable a la economía al presentar un mayor riesgo de refinanciación. Este riesgo de refinanciación se puede desglosar en dos clases: el riesgo de que el tenedor en el momento que el título se venza no quiera refinanciar la deuda, y el riesgo de que, para refinanciarla exija una tasa de interés más elevada para compensar el posible riesgo de *default*. Por otro lado, en el apartado 4.2. se compararon las características de todos los títulos emitidos por el gobierno de los principales mercados de renta fija latinoamericanos a finales del año 2006. En este caso, se presentaron datos sobre el plazo original de los títulos que actualmente existían en circulación, y que presentamos en el cuadro 6.24, en el cual distinguimos entre emisiones a corto plazo (menores a un año), medio plazo (entre uno y diez años) y largo plazo (mayores a diez años).

Cuadro 6.24. Distribución de títulos por plazo de emisión

| | Argentina | Brasil | Chile | Méjico |
|-------------|------------------|---------------|--------------|---------------|
| Corto Plazo | 5,4% | 33% | 11% | 12,9% |
| Medio Plazo | 33,2% | 64% | 82% | 44,7% |
| Largo Plazo | 61,4% | 3% | 7% | 42,2% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los organismos oficiales de cada país

En el cuadro 6.24. se puede observar que Argentina es el único país de los países analizados en el capítulo 4 que emite una mayor cantidad de títulos públicos a largo plazo, lo cual tiene que ver con el plazo de las emisiones del plan canje, como explicaremos a continuación. Por otro lado, en el apartado 4.2. se incluyen las Lebac y Nobacs dentro de los títulos públicos de renta fija, lo que no se repite en este apartado. La causa de la exclusión es que no se utilizan como fuente de financiación, sino que estos dos títulos se utilizan con fines de política monetaria. En este apartado el objetivo es analizar los instrumentos con los que cuenta el gobierno para financiarse en el mercado de capitales y las Lebac y las Nobacs no se encuentran dentro de estos instrumentos.

Si bien los datos del cuadro 6.24. son útiles en nuestro análisis es necesario tener en cuenta que corresponden a volúmenes en circulación en un año particular, es decir, podemos analizar los datos en términos comparativos, pero poco nos dirá sobre la variación de la calidad de la deuda, que en este caso se observa por la evolución del riesgo de refinanciación. Teniendo en cuenta únicamente estos datos, vemos que Brasil es el país que tiene una mayor proporción de títulos a corto plazo en función del total de títulos públicos, además de ser muy superior al resto de los países analizados. Méjico tiene un porcentaje muy importante de títulos a largo plazo y Chile por su parte tiene en circulación la mayoría de los títulos a medio plazo.

La evolución del riesgo de refinanciación se puede observar a través de una serie de indicadores, pero en este trabajo los indicadores presentados dependen casi exclusivamente de la información disponible. Uno de ellos es el plazo medio de los títulos de deuda, el cual se calcula como el plazo promedio de los títulos de deuda ponderado por el volumen en

circulación. Es necesario aclarar que en cada uno de los países se utilizan diferentes metodologías para su cálculo, por lo que al interpretar los resultados somos conscientes de que la elección de los títulos que se incluyen dentro de esta medida, así como la forma de calcular el plazo medio, no es uniforme. Sin embargo, creemos que es útil para observar el riesgo de refinanciación realizando esta salvedad.

Otra cuestión es que, si bien nuestro objetivo es comparar los países cuyo mercado de renta fija se describió en el capítulo 3, nos encontramos con algunas limitaciones en cuanto a los datos oficiales para alguno de ellos, más específicamente para el caso chileno. Por lo cual, nos vimos obligados a excluirlo en parte del análisis. Volviendo a los plazos de vencimiento, Argentina publica el plazo medio de los títulos de deuda en cada Boletín Trimestral del Ministerio de Economía (MECON). Como se observa en el cuadro 6.25 el plazo promedio de los títulos de deuda argentinos más que triplica al de los países como Méjico y Brasil, ya que para fines de diciembre del 2007, Argentina tenía un plazo medio de los títulos de deuda cercano a los diecisiete años, mientras que Méjico y Brasil no llegaban a seis.

Cuadro 6.25. Vida Promedio de los títulos públicos

| Período | Argentina | Méjico | Brasil |
|---------|-----------|--------|--------|
| dic-04 | 9,43 | 2,93 | 2,95 |
| dic-05 | 19,14 | 3,32 | 2,81 |
| dic-06 | 17,28 | 4,27 | 2,98 |
| dic-07 | 16,6 | 5,49 | 3,24 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los propios países

Es necesario aclarar que en el caso Argentino, dentro de esta estimación se encuentran incluidos títulos de canje cuyo plazo es de treinta y cinco y cuarenta años. A diferencia de lo que sucede en el mercado argentino, la totalidad de las emisiones de Méjico y Brasil se realizaron por medio de licitaciones en el mercado primario. Esta situación nos lleva a plantearnos si este indicador nos está mostrando la información que necesitamos para extraer conclusiones en relación a la evolución de la calidad de la deuda argentina.

Al ser nuestro objetivo analizar la evolución de la calidad de la deuda argentina a partir de la reciente entrada del gobierno al mercado de capitales, y en parte, observar la respuesta del mercado ante las variaciones de las características de la deuda, el plazo medio de los títulos de deuda que publica el Ministerio de Economía puede ser engañoso para nuestro análisis. Por lo que decidimos tener en cuenta en este análisis solo los títulos que se emitieron una vez finalizó el canje de deuda en *default* debido. Si consideramos dentro del análisis las emisiones anteriores, los datos estarían sesgados hacia este tipo de títulos ya que dentro del total, representan una parte muy importante.

Por otro lado, debido a las condiciones de canje, los tenedores de deuda en *default* no tuvieron prácticamente alternativas, ya que se propuso canjear 178 instrumentos por nueve títulos con características muy similares (diferentes tipos de Par, Discount y Cuasipar, que se describieron en el apartado 3.1). Además el gobierno anunció que no se abriría otro proceso de canje y que

no contemplaba la intención de realizar pagos a los tenedores que no se presenten para el canje, lo que ha mantenido hasta la actualidad. Por lo tanto, considerar esta clase de títulos dentro de nuestro análisis no nos permitiría evaluar la reacción del mercado ante la oferta de títulos por parte del gobierno, y no podríamos obtener conclusiones en relación a la mejora de la calidad de la deuda.

Como señalamos anteriormente, fuera de los títulos emitidos por el canje de títulos en *default*, para compensar a determinados agentes económicos por la pesificación asimétrica o de colocaciones directas, en el mercado voluntario las emisiones del gobierno argentino no lograron superar la barrera de los diez años de vencimiento, y los costos de estas emisiones fueron muy elevados. Para intentar aproximarnos el plazo promedio real de los títulos públicos emitidos luego del canje, calculamos el plazo promedio de las emisiones que se realizaron en el mercado a partir del año 2005, tanto por medio de colocación directa como por medio de licitación pública. A partir de aquí, cuando nos refiramos a la deuda emitida luego de la finalización del proceso de canje que se produjo en marzo del 2005, la denominaremos “deuda nueva”. Dentro de la deuda nueva se incluye: la reapertura de las Letras del Tesoro y Boden 2012, además de las emisiones de nuevos bonos: los Boden 2014 y 2015, y los Bonar V, VII, X y ARG V. El resumen de la información sobre el plazo promedio de la deuda nueva se presenta en el cuadro 6.26 en el que se puede observar la evolución decreciente de los plazos de emisión.

Cuadro.6.26. Plazo promedio de los títulos de deuda públicos

| Período | Plazo promedio |
|-----------|----------------|
| 30-sep-05 | 7,29 |
| 31-dic-05 | 6,46 |
| 31-mar-06 | 6,30 |
| 30-jun-06 | 6,09 |
| 30-sep-06 | 5,83 |
| 31-dic-06 | 5,60 |
| 31-mar-07 | 5,42 |
| 30-jun-07 | 5,58 |
| 30-sep-07 | 5,13 |
| 31-dic-07 | 5,30 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

Comparando con el plazo promedio publicado por el Ministerio de Economía que presentamos en el cuadro 6.25, en diciembre del 2007 se observa una diferencia de diez años aproximadamente entre lo publicado por este organismo y el plazo de vencimiento de los títulos de la deuda nueva. De esta forma verificamos la influencia que tienen los títulos emitidos para canjear deuda en *default* en el cálculo del plazo medio de los títulos de deuda que realiza el Ministerio de Economía.

El plazo promedio publicado en diciembre del 2000 era aproximadamente de 12 años, lo que supone una disminución del plazo de vencimiento, y con ello un aumento de la calidad de la

deuda, teniendo en cuenta únicamente el plazo de vencimiento de los títulos, con respecto a las emisiones anteriores al *default*. Volviendo a las emisiones nuevas, la caída del plazo promedio de vencimientos fue una consecuencia de diferentes hechos. Uno de ellos es el aumento de las emisiones del Bonar 2012, que si bien tiene un vencimiento original de doce años, el vencimiento residual en diciembre del 2007 es de 4,60 años. El Boden 2012 tiene una elevada participación dentro del total de los bonos nuevos, como se observa en el cuadro 6.25 representan el 43% del volumen de circulación de los mismos, lo que nos da la pauta de la influencia de su vencimiento residual en el plazo promedio de toda la deuda.

Por otro lado, aumentó el volumen en circulación de Letras de Tesoro, cuyo plazo de vencimiento es menor a un año. Estos sucesos son los que principalmente provocaron que, a pesar de que el gobierno emitió bonos a siete y diez años (Bonar VII, X y Bonden 2015), no se reflejen la mejora en el plazo promedio de los títulos de deuda emitidos post canje. La evolución del vencimiento residual se puede observar en el cuadro 6.27.

Cuadro 6.27. Vencimiento residual de la deuda nueva

| | 2005 | | 2006 | | 2007 | |
|-------------------|----------------------|----------------------------|----------------------|----------------------------|----------------------|----------------------------|
| | Vencimiento residual | % del total de deuda nueva | Vencimiento residual | % del total de deuda nueva | Vencimiento residual | % del total de deuda nueva |
| Letras del Tesoro | 0,19 | 9,2% | 0,14 | 6,4% | 0,24 | 7,8% |
| Bonar ARG \$ V | - | - | - | - | 4,45 | 1,9% |
| Boden 2014 | 8,75 | 16,6% | 7,75 | 14,7% | 6,76 | 12,7% |
| Boden 2012 | 6,59 | 71,0% | 5,59 | 64,3% | 4,60 | 43,4% |
| Boden 2015 | 9,76 | 3,1% | 8,84 | 2,4% | 7,76 | 11,9% |
| Bonar V | - | - | 4,24 | 7,3% | 3,24 | 6,0% |
| Bonar VI | - | - | 6,70 | 4,9% | 5,71 | 8,0% |
| Bonar X | - | - | - | - | 9,30 | 8,3% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

Otra de las conclusiones que se extraen a partir de este cuadro es que el gobierno argentino solo pudo aumentar los plazos en moneda externa. Si bien se observa un pequeño aumento del vencimiento promedio de las Letras de Tesoro que forman parte de los títulos emitidos en pesos sin ajuste a la inflación, como mencionamos anteriormente son parte del proceso de colocación directa que realizó el gobierno a organismos descentralizados. A diferencia de lo que sucede en Argentina, en Méjico y Brasil el gobierno emitió títulos a veinte y treinta años, en moneda local y a tasa fija. En el caso mejicano, los títulos con vencimientos mayores a cinco años, a tasa fija y moneda local representan aproximadamente el 40% del total de valores emitidos por el Gobierno Federal.

En Brasil en los últimos dos años se han logrado emitir títulos en moneda local a diez y veinte años en el mercado internacional, a tasa fija. Si bien en la actualidad no representa una proporción muy elevada de títulos, se espera una continuidad de este tipo de emisiones ya que, en primer lugar, al gobierno le representa importantes beneficios el hecho de obtener financiamiento a largo plazo, y en segundo lugar, los inversores internacionales han mostrado un importante interés en cada una de las licitaciones, lo cual se evidencia en que la demanda de estos títulos a diez años en el año 2005 superó ampliamente la cantidad de títulos ofrecidos

por el gobierno y los principales inversores se concentraban en Europa y Estados Unidos (Tovar, 2005).

La proporción de títulos de deuda a corto plazo en relación a la totalidad de emisiones también es un indicador del riesgo de refinanciación. El problema del mismo es la disponibilidad de datos para todos los países. El gobierno argentino emitió títulos a corto plazo denominadas Letras del Tesoro desde la reestructuración con vencimiento entre tres meses y un año. Estos títulos no representan un volumen muy importante en el total de la deuda, como podemos observar en el cuadro 6.28, sin embargo, si son las más importantes dentro de los títulos denominados en moneda doméstica sin ajuste por inflación.

Cuadro 6.28. Volumen de títulos en moneda local

| | Volumen | % del total de títulos en moneda local | % del total de títulos |
|--------|-----------|--|------------------------|
| dic-05 | 1.554.932 | 73,77% | 2,37% |
| mar-06 | 1.390.979 | 72,23% | 1,56% |
| jun-06 | 1.298.443 | 71,33% | 1,42% |
| sep-06 | 1.290.913 | 71,83% | 1,42% |
| dic-06 | 1.308.620 | 72,36% | 1,39% |
| mar-07 | 1.292.577 | 72,85% | 1,35% |
| jun-07 | 1.295.503 | 57,58% | 1,33% |
| sep-07 | 1.430.792 | 60,71% | 1,52% |
| dic-07 | 1.954.904 | 68,16% | 1,95% |

Fuente: Elaboración propia en base datos del MECON

Otra característica de la evolución del volumen en circulación de las Letras es que, si bien el mismo aumenta a lo largo de los períodos, el porcentaje dentro del total de títulos en moneda local disminuye, principalmente en junio del 2007. Esta situación se explica no por la caída del volumen en circulación del Letes, sino por la emisión del Bonar ARG V, un título en moneda local sin ajuste de inflación y a tasa fija. Por otro lado, a principios del 2008 la emisión de Letras del Tesoro fue prácticamente la única fuente de financiación a través de títulos, lo cual fue consecuencia del elevado rendimiento que el mercado le exigía a los bonos argentinos a finales del 2007. Las emisiones de estas letras no son del todo representativas ni de la capacidad del gobierno para emitir títulos a corto plazo, ni de la disponibilidad por parte del mercado para captar este tipo de títulos, ya que todas las emisiones fueron colocadas directamente hacia organismos públicos o semipúblicos. Esta situación genera problemas para el sector privado ya que por un lado son más limitadas las alternativas de inversión, y por el otro las Letras son títulos a corto plazo que no son representativas del costo del mercado que se utiliza como benchmark para valorar las emisiones privadas¹¹¹.

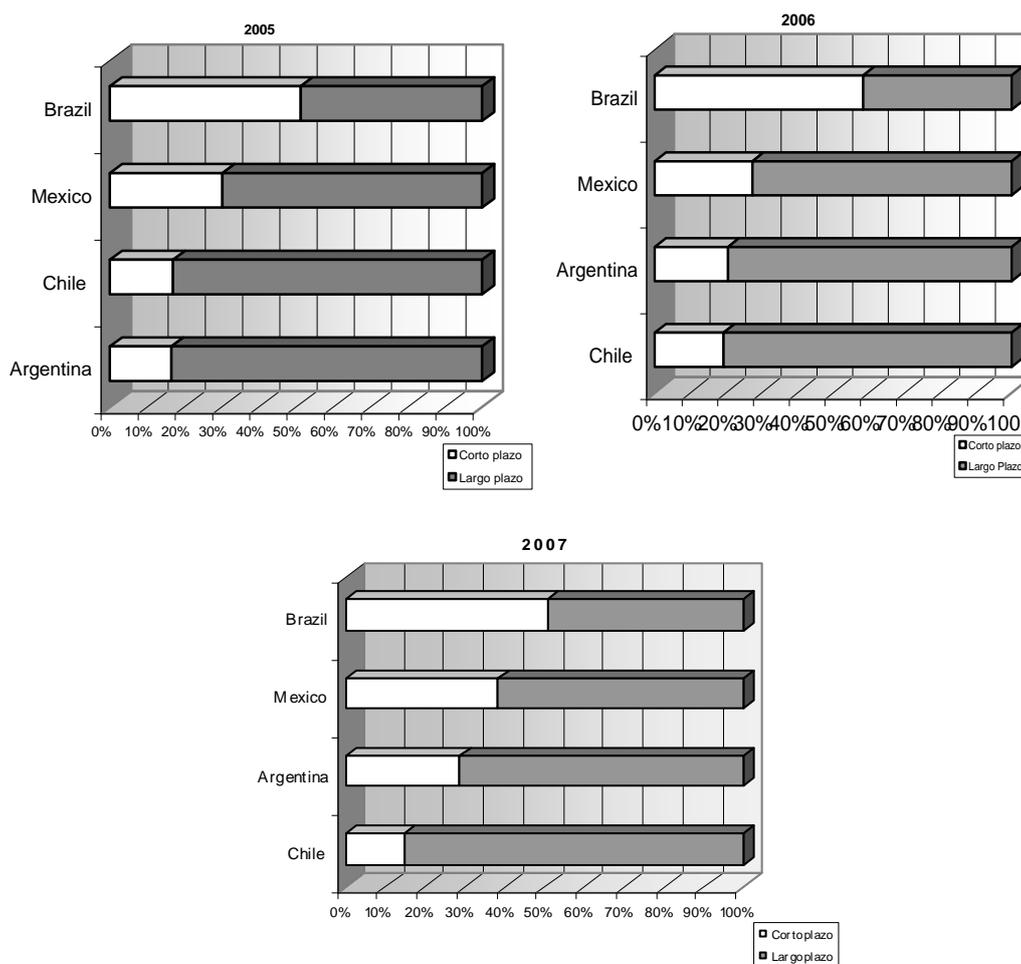
Por otro lado, tampoco se negocian en el mercado secundario, pero si nos dan una idea de la evolución de los costos de financiación que el gobierno tuvo que afrontar a partir de su emisión. En el cuadro 6.37 que presentamos más adelante, se observa que una Letra emitida a 90 días

¹¹¹ Esta función la cumplen las Lebacks, Letras del Banco Central de la República Argentina que se explicaron en el capítulo 4.

en noviembre del 2005 al descuento pagó una tasa de interés del 3,75%, en el mismo mes del 2007 para una Letra con las mismas características el gobierno pagó una tasa de 7,85% anual.

Otro indicador que observamos para medir el riesgo de refinanciación es la proporción de títulos en circulación cuyo vencimiento residual es inferior al año, y su relación con el volumen de títulos cuyo vencimiento residual supera el año, es decir, si un bono que hace cinco años se emitió con un plazo de vencimiento de cinco años y medio, su volumen en circulación se encuentra dentro de los títulos cuyo vencimiento residual es menor a un año. De esta forma, la economía puede ser más vulnerable ante *shocks* internos o externos ya que puede presentar serias dificultades a la hora de refinanciar la deuda con vencimientos próximos, o bien tener la posibilidad de refinanciarla, pero a tasas más elevadas. Si bien este indicador no se relaciona de una manera directa con la proporción de títulos a corto plazo en el total de la deuda, sí nos da una idea de cuales van a ser las necesidades de financiamiento del gobierno a corto plazo, lo cual indirectamente es parte del riesgo de refinanciación. Esta información se puede observar en el gráfico 6.16.

Gráfico 6.16. Volumen de títulos públicos en relación a su vencimiento residual



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS

En la base de datos del Bank of International Settlement (BIS) podemos encontrar el volumen en circulación de títulos con un vencimiento residual menor al año de una manera uniforme para un elevado número de países, Una ventaja de utilizar la base de datos del BIS es que se distingue entre las emisiones internacionales y domésticas, lo cual es muy importante a la hora de analizar conjuntamente el riesgo de plazo con el descalce de monedas. Si se presenta una situación en la cual los vencimientos se concentran en el corto plazo, puede que la economía, presente problemas de liquidez y se encuentre con dificultades para refinanciar su deuda.

A lo largo de los tres años que consideramos en este apartado, el gobierno brasileño es el que tiene una mayor proporción de títulos con un vencimiento residual menor al año, seguido por Méjico. Chile y Argentina se van intercambiando la tercera y cuarta posición. Si bien en términos de plazos, Brasil se presentaría como el país con mayor riesgo de refinanciación, ya que en el próximo año (2008), debería financiar cerca de la mitad de su deuda, es necesario observar la distribución por monedas, lo que se analiza en el apartado siguiente. En el cuadro 6.29 se presenta la misma información, pero distinguimos entre las emisiones domésticas e internacionales. En la mayoría de los países se puede observar una disminución de la proporción de títulos cuyos vencimientos residual es inferior a un año entre el 2005 y el 2007.

Brasil fue el único país de Latinoamérica que disminuyó la participación de los títulos a corto plazo tanto a nivel doméstico como a nivel internacional. En el plano de las emisiones domésticas, Chile y México fueron los países cuyo porcentaje de títulos disminuyeron en el total de las emisiones domésticas, en cambio, Argentina y México experimentaron un aumento importante del peso de la deuda a corto plazo, sobre todo Argentina, cuyo porcentaje aumento en un 12%.

Cuadro 6.29. Participación de los bonos internos y externos en el total en circulación

| | 2005 | 2006 | 2007 |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Domésticos | | | |
| Argentina | 16,50% | 20,50% | 28,80% |
| Brasil | 51,20% | 58,40% | 50,80% |
| Chile | 17,00% | 19,30% | 14,90% |
| Méjico | 30,20% | 27,40% | 38,30% |
| Perú | 33,00% | 18,50% | 32,90% |
| Internacionales | | | |
| Argentina | 2,30% | 5,70% | 4,10% |
| Brasil | 25,60% | 8,60% | 5,90% |
| Chile | 0,00% | 17,40% | 21,10% |
| Méjico | 11,50% | 5,90% | 6,70% |
| Perú | 1,40% | 23,70% | 5,30% |

*Corresponde a la publicación del mes de septiembre de cada año

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS

En cuanto al plazo de las emisiones internacionales, se observa que Brasil y México experimentaron una disminución de la proporción de deuda a corto plazo, la cual en el caso brasileño fue muy importante, pasando de representar un 25% del total de los títulos

internacionales a un 6% aproximadamente. En el caso mexicano vemos que una disminución en la deuda en moneda externa a corto plazo se corresponde con un aumento en el plano doméstico.

Observando la proporción de títulos a corto plazo, se puede concluir que en Argentina el riesgo de plazos no es el más elevado de la región, ya que Brasil por ejemplo tiene una proporción de títulos que vencen en el corto plazo muy superior al argentino. Sin embargo, lo que no observamos es una disminución de la proporción de títulos con vencimientos a corto plazo, incluso entre el 2005 y el 2007 aumentó tanto a nivel internacional como a nivel doméstico, situación que no se repite en ningún país de la región.

Como vimos en la sección anterior, en Argentina no se emitieron títulos en el mercado voluntario desde fines del 2001 hasta finalizar el canje de deuda a mediados del 2005. En este año, Argentina solo pudo emitir un título con tasa cupón fija con un vencimiento cercano a los diez años, pero en moneda externa. Sin embargo, la primera licitación de este bono fue declarada desierta porque el rendimiento que exigía el mercado era superior a que el gobierno estaba dispuesto a pagar. También fueron emitidos dos títulos más: el Boden 2014 en moneda local a siete años y medio, pero con capital ajustado por inflación y el Boden 2012 en moneda externa con cupón variable y con un vencimiento residual de cuatro años, que en varias oportunidades, debió ser colocarlo directamente bien por la falta de interés por parte del mercado, o bien por los elevados costos que le representaba al gobierno licitar estos bonos.

En el año 2006 no emitió prácticamente títulos en moneda local en el mercado primario, solo emitió deuda a tasa fija en moneda externa. Por último, en el 2007 fue la primera vez a partir de la crisis que el gobierno licitó públicamente un bono en moneda local, tasa cupón fija y con cinco años. Sin embargo, no fue hasta marzo del 2008 cuando volvió al mercado voluntario con un título en moneda doméstica, sin lograr el aumento del plazo de emisión, ya que se realizó a cinco años, pagando un costo muy superior al pronosticado por el ministerio de economía y con tasa cupón variable, vinculada una tasa de interés del mercado doméstico. Tomando como referencia el plazo de las emisiones de los últimos años, Méjico es uno de los países, conjuntamente con Brasil, que logró alargar los plazos de la deuda con el objetivo de disminuir el riesgo de refinanciación ya a principios del 2000.

En el 2000 el gobierno mejicano emitió bonos en moneda local con cupón fijo a vencimientos a tres y cinco años, y en el 2001 comenzó a emitir un bono a diez años con las mismas características. Siguiendo con esta estructura de emisión, en el 2003 logró emitir un bono a veinte años y en el 2006 emitió un bono a treinta años, todos en moneda local con cupón fijo. Este título fue emitido con un cupón del 10% anual que paga semestralmente y amortiza al vencimiento.

Brasil emitió en el 2005 un bono a diez años a tasa fija y denominado en reales en el mercado internacional, lo cual significó un gran logro por parte de este país. El bono global se emitió con un cupón fijo del 12,5%, por un monto de 1.500 billones de dólares, y a partir de la primera emisión se realizaron varias reaperturas. Estas emisiones lograron alargar el plazo medio de las emisiones públicas, ya que en el 2004 el plazo medio de los bonos internos y externos era de 2,94 años, y en el 2007 el plazo medio pasó a ser de 3,24 años. Argentina no pudo superar la barrera de los cinco años, el Bonar Arg V fue el único título emitido con tasa fija y moneda

local, y hasta la actualidad no logró aumentar los plazos de emisión de los bonos públicos en moneda local a tasa fija.

6.3.2.2. La moneda de emisión: El riesgo de descalce de monedas en Argentina

Otra característica de la estructura de la deuda muy relacionada con la calidad de la deuda como mencionamos anteriormente es la moneda de emisión. Recordemos que varios autores han demostrado que un elevado porcentaje de títulos públicos en moneda externa, aumenta la vulnerabilidad de los países ante *shocks* internos o externos. Las economías emergentes han hecho grandes esfuerzos para aumentar las emisiones en moneda doméstica en lugar de emisiones en moneda externa. Las emisiones del gobierno internacionales o externas en América Latina se han duplicado entre el 2000 y el 2007, y las emisiones domésticas se han cuadruplicado dentro del mismo periodo, sin embargo no todos los países Latinoamericanos pudieron cumplir este objetivo.

Uno de los indicadores más utilizados es el porcentaje de los títulos públicos en moneda externa en el total de la deuda. Para ello utilizamos la base de datos del BIS, que nos brinda información acerca del volumen de emisiones de títulos domésticos y títulos externos. En este punto es necesario hacer una aclaración: al no existir un consenso acerca de lo que se considera deuda doméstica y deuda externa, es necesario definir en cada caso que es lo que consideramos doméstico o externo.

El BIS considera títulos de deuda doméstica (*domestic securities*) a todos los títulos que se emiten en el mercado local, en moneda local y los tenedores de estos títulos son residentes. Por su parte, los títulos de deuda externa (*international securities*) son aquellos que no cumplen alguna de estas características. Los términos títulos de deuda doméstica y deuda externa van a ser utilizados en este sentido¹¹². A lo largo de este apartado utilizaremos además los conceptos de deuda en moneda local o deuda en moneda externa para describir los títulos dependiendo únicamente de la moneda de emisión. En el cuadro 6.30 podemos observar el porcentaje de deuda doméstica y externa en el total de emisiones públicas y su evolución entre el 2005 y el 2007. Según este cuadro, vemos que en los mercados más importantes de América Latina, Brasil y Méjico, se produjo una disminución de la deuda externa.

Cuadro 6.30. Volumen de títulos públicos en circulación

| | Argentina | | | Brasil | | | Méjico | | |
|--------|--------------------------|----------------------|--------------------|--------------------------|----------------------|--------------------|--------------------------|----------------------|--------------------|
| | Volumen total de títulos | Emisiones domésticas | Emisiones Externas | Volumen total de títulos | Emisiones domésticas | Emisiones Externas | Volumen total de títulos | Emisiones domésticas | Emisiones Externas |
| Jun-05 | 108.482 | 49,93% | 50,07% | 448.341 | 85,96% | 14,04% | 177.015 | 73,63% | 26,37% |
| Jun-06 | 113.075 | 51,73% | 48,27% | 521.181 | 90,11% | 9,89% | 190.510 | 75,79% | 24,21% |
| Jun-07 | 123.196 | 55,01% | 44,99% | 682.506 | 91,68% | 8,32% | 229.001 | 81,31% | 18,69% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BIS

¹¹² Los conceptos de emisiones internacionales o externas se encuentran definidas también en este sentido. Cuando nos referimos a la distribución de títulos dependiendo de su moneda, se hará explícitamente.

En el caso de Brasil, solo el 8% del volumen en circulación de títulos del sector público en el mercado forman parte de la denominada deuda externa en el 2007¹¹³. Méjico, uno de los mercados más importantes de América Latina, ha logrado reducir un 12% las emisiones internacionales entre el año 2005 y el 2007.

Sin embargo, hay que analizar si el aumento de las emisiones doméstica se debió: a un proceso de sustitución de deuda externa por doméstica o a un aumento de las emisiones en moneda local sin que por ello haya disminuido el volumen de deuda externa en circulación, con lo cual es necesario buscar los datos para cada uno de los países.

En el apartado 4.2 se observó que Argentina es uno de los países que más cantidad de títulos en moneda externa aún mantiene en circulación. De las emisiones totales del sector público, el 42% de los títulos en circulación en el 2006 están denominados en moneda externa, haciendo referencia a los datos presentados en el apartado 4.2¹¹⁴.

En cuanto a los países de la región, se observa un porcentaje mucho menor, ya que a las emisiones argentinas le sigue Méjico con un porcentaje del 19% de títulos denominados en moneda externa, Chile con un 11% y por último, Brasil con solo un 8% de la deuda en moneda externa. Sin embargo, si evitamos incluir en nuestro cálculo las emisiones del Banco Central (Lebacs y Nobacs), ya que no son parte del financiamiento del sector público, sino más bien este organismo lo utiliza como instrumento de política monetaria, la proporción de títulos en moneda externa aumenta. Como vemos en el cuadro 6.31 si bien en Argentina hubo una disminución muy importante de títulos en moneda externa, la proporción de títulos emitidos en moneda local con respecto a otros países analizados es muy superior.

Cuadro 6.31. Composición de los títulos de deuda por moneda de emisión

| Año | Moneda externa | Moneda nacional |
|------|----------------|-----------------|
| 2003 | 75,94% | 24,06% |
| 2004 | 75,92% | 24,08% |
| 2005 | 51,67% | 48,32% |
| 2006 | 52,06% | 47,94% |
| 2007 | 52,76% | 47,24% |

Datos calculados al 31 de diciembre de cada año

Fuente: Elaboración propia en base a datos de MECON

Se observa que en primer lugar, disminuye la proporción de títulos en moneda externa a partir del 2005, año que finalizó el canje de deuda. En el año 2000 solo el 4% de los títulos emitidos en circulación estaban denominados en moneda local. Entre el 2002 y el 2005 no se realizaron

¹¹³ Hay que tener en cuenta que el gobierno brasilero emitió en el 2005 bonos globales denominados en su propia moneda. En las estadísticas del BIS este tipo de bonos se incluyen dentro de las emisiones internacionales, lo cual aumentaría las emisiones externas y con ello un aumento del riesgo de la deuda, lo cual tendría como consecuencia una disminución de la calidad de la misma. Como se mencionó anteriormente, cuando analicemos los datos dependiendo de la moneda de emisión de los títulos, estas emisiones se consideran una mejora en la calidad de la deuda.

¹¹⁴ En el apartado 4.2. se incluyen los títulos emitidos por el Banco Central de la República Argentina: las Lebacs y las Nobacs

emisiones en el mercado voluntario, y a partir del canje, muchos títulos que originariamente estaban emitidos en moneda externa se canjearon por títulos en moneda local, pero indexados a la inflación.

Una vez finalizado el canje, se realizaron tres tipos de emisiones, una en moneda local y dos en moneda externa (dólares), una de ellas a tasa fija y otra referenciada a la tasa de interés Libor. Ésta última emisión si bien fue la primera que se realizó en moneda externa en el mercado voluntario, no era un bono nuevo, circulaban desde el 2002, año en el que se emitieron para compensar a los ahorristas y bancos por la pesificación asimétrica, y a los empleados del Estado y jubilados. En el 2006 no se realizaron emisiones en moneda local, todas fueron realizadas en moneda externa con excepción a los Bonar ARG V, emitidos en pesos argentinos. Para analizar si la disminución de títulos en moneda externa se debió a una disminución de la deuda total, o a un cambio en la composición de los títulos observamos el cuadro 6.32 en donde se presenta el volumen en circulación por tipo de moneda.

Cuadro 6.32. Volumen en circulación de títulos públicos (millones de dólares)

| | Títulos en moneda local | | | | Títulos en moneda externa | |
|--------|-------------------------|----------------|------------------------|---------------|---------------------------|----------------|
| | Tasa fija | | Ajustado por inflación | | Volumen en circulación | % de cambio |
| | Volumen en circulación | % de cambio | Volumen en circulación | % de cambio | | |
| mar-05 | 699,5 | | 23.691,2 | | 69.610,1 | |
| jun-05 | 595,5 | -14,86% | 41.448,8 | 74,90% | 33.497,0 | -51,88% |
| sep-05 | 564,2 | -5,26% | 41.697,0 | 0,60% | 32.846,8 | -1,94% |
| dic-05 | 2.107,7 | 273,58% | 41.875,1 | 0,43% | 34.565,8 | 5,23% |
| mar-06 | 1.925,9 | -8,63% | 41.417,6 | -1,09% | 45.873,9 | 32,70% |
| jun-06 | 1.820,2 | -5,48% | 42.280,8 | 2,08% | 47.452,9 | 3,40% |
| sep-06 | 1.797,2 | -1,26% | 42.132,4 | -0,35% | 46.789,5 | -1,40% |
| dic-06 | 1.808,5 | 0,63% | 43.737,0 | 3,81% | 48.833,7 | 4,40% |
| mar-07 | 1.774,4 | -1,92% | 43.783,2 | 0,11% | 50.162,1 | 2,70% |
| jun-07 | 2.249,9 | 21,14% | 43.594,3 | -0,43% | 51.785,0 | 3,20% |
| sep-07 | 2.356,6 | 4,53% | 43.519,3 | -0,17% | 50.782,5 | -1,90% |
| dic-07 | 2.867,9 | 21,70% | 43.904,0 | 0,88% | 53.624,4 | 5,60% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

Se puede observar que en el mismo período en el que disminuye el volumen en circulación de bonos en moneda externa, aumenta el volumen de los títulos ajustados por inflación, lo cual corresponde al canje que se produjo de Euroletras, Bonos Brady, y Bonos Globales, todos estos bonos denominados en moneda externa, en el proceso de canje. Estos títulos mencionados anteriormente se canjearon por títulos en moneda local indexados a la inflación y por bonos en moneda externa con vencimientos entre treinta y cuarenta años, amortización parcial y tasa de interés fija (Bonos Par y Discount)¹¹⁵. Una característica interesante que se puede observar en el cuadro 6.32 es la quita que el gobierno realizó a los tenedores de deuda en *default*. Si observamos los títulos ajustados por inflación vemos que el volumen en circulación aumentó en 17700 millones de dólares, mientras que el volumen de títulos en

¹¹⁵ En algunos casos la tasa de interés es step up. Las características de estos bonos se explican en el apartado 3.1.

dólares presentó una disminución de 36000 millones de dólares, sin contar con la disminución de los títulos en pesos que fue de 100 millones.

Es necesario observar de que forma el gobierno a partir de la reestructuración de la deuda se financió a través del mercado de capitales, es decir, como son las características de la deuda nueva que el gobierno colocó en el mercado primario y en que medida estas emisiones estuvieron supeditadas a las necesidades del gobierno o a la demanda del mercado. Como se puede observar en el cuadro 6.32 entre septiembre y diciembre del 2005 el gobierno logró aumentar el volumen de títulos en moneda local un 273%, sin embargo, este aumento fue causa de la emisión de Letras del Tesoro (1554 millones de dólares), que en primer lugar son títulos a corto plazo (con vencimientos entre tres y doce meses), y en segundo lugar, fueron emitidas por medio de colocación directa a organismos públicos descentralizados.

Por otro lado, el tipo de interés al que se emitieron esas letras fue de 3,75%, lo cual se encuentra muy por debajo de la tasa de interés del mercado. Un ejemplo de ello es el tipo de interés al que fueron emitidas las Lebac en pesos a noventa días en el mismo período, la cual se encontraba alrededor del 7%.

Siguiendo con las emisiones en moneda local, en junio del 2007 se produjo un incremento de los títulos en moneda local, causado por la emisión de los Bonar ARG V, que son títulos con tasa fija a cinco años y amortización al vencimiento. Esta emisión fue un paso muy importante para el gobierno, que desde el año 2001 no había tenido la posibilidad de emitir un título a tasa fija, con amortización al vencimiento y en moneda nacional. Sin embargo, el gobierno tuvo que pagar un costo muy elevado en el mercado primario, y la tasa cupón que paga es muy superior a los bonos en dólares, es decir que el gobierno tiene que hacer un esfuerzo mayor para emitir títulos en moneda local. Otro aumento importante de los títulos en moneda nacional se presentó en diciembre del mismo año, sin embargo, otra vez fue a causa del aumento de emisiones de Letras del Tesoro.

En cuanto a las emisiones en moneda local con indexación del capital, vemos que no se produjeron variaciones importantes, en primer lugar, no se emitieron títulos indexados luego de la emisión en el 2005 de los Bonde 2014, y en segundo lugar, las variaciones que podemos observar se deben al ajuste por inflación de los títulos existentes en el mercado.

La evolución de los títulos en moneda externa, presentan una caída importante en el segundo trimestre del 2005 que explicamos anteriormente, y un aumento importante en los primeros meses del 2006. Este incremento se debió a dos emisiones. En primer lugar, las denominadas Letras Intransferibles para cancelar la deuda contraída con el Fondo Monetario Internacional, que a diferencia de los títulos emitidos en este período, estas letras fueron compradas directamente por el Banco Central de la República Argentina, y no se negocian en el mercado secundario. En segundo lugar, se realizó la primera emisión de Bonar V, títulos que volvería a emitir, llegando a un total de 1500 millones de dólares a finales de marzo del 2007.

En el cuadro 6.32 se observa un incremento casi constante de las emisiones en dólares, únicamente con variaciones negativas en los períodos que corresponden al trimestre entre junio y septiembre de cada año que corresponde a la amortización anual de los Boden 2012 que se realiza en agosto de cada año. En el período posterior, se emitieron varios tipos de Bonar en dólares, cuya diferencia reside en el plazo de vencimiento. Estos títulos en primer

lugar se emitieron a cinco años, luego a siete y por último a diez años, todos los títulos con el mismo tipo de interés. En el cuadro.6.33 se presenta la variación total de las emisiones por tipo de moneda, en donde podemos observar claramente como el mayor aumento del volumen de títulos lo encontramos en los bonos denominado en moneda externa. De 24.800 millones que aumentó el volumen en de bonos públicos, 20.000 corresponde al aumento de los bonos en moneda externa, lo que representa el 80% del aumento del total de bonos en circulación.

Cuadro 6.33. Variación del volumen en circulación de los bonos públicos

| | Títulos en moneda local | | Títulos en moneda externa | Volumen total de emisiones |
|----------------------------|--------------------------|------------------------|---------------------------|----------------------------|
| | Sin ajuste por inflación | Ajustado por inflación | | |
| jun-05 | 596 | 41.449 | 33.497 | 75.541 |
| dic-07 | 2.867,9 | 43.904,0 | 53.624,4 | 100.396 |
| Variación 2005-2007 | 2.272 | 2.455 | 20.127 | 24.855 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

El cuadro 6.34. nos muestra una comparación de las emisiones por moneda de los últimos años de Argentina con respecto a los países de la región. En primer lugar, vemos que el proceso de “desdolarización” de la deuda se produjo con anterioridad en países como Brasil y México, ya que en el 2004 en ambos países predomina la deuda en moneda local. En el 2007 en Brasil y México la deuda en moneda local era superior a la deuda en moneda externa. Si bien este cuadro 6.34 presenta una determinada información que podemos confundir con la del cuadro 6.30, no contiene la misma información. En este último los datos fueron obtenidos de la base de datos del BIS, que considera deuda externa a todas las emisiones en el mercado internacional. Sin embargo, Brasil emitió deuda en el mercado internacional pero en moneda local, la cual no tiene el mismo riesgo de descalce de monedas que la deuda emitida en moneda externa.

Cuadro 6.34. Porcentaje de títulos en moneda local y en moneda externa

| | México | | Brasil | |
|--------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | Deuda en moneda Interna | Deuda en moneda Externa | Deuda en moneda Interna | Deuda en moneda Externa |
| dic-04 | 64,35% | 35,65% | 86,76% | 13,24% |
| dic-05 | 71,31% | 28,69% | 88,47% | 11,22% |
| dic-06 | 79,95% | 20,05% | 90,97% | 8,73% |
| dic-07 | 82,38% | 17,62% | 94,91% | 4,81% |

Fuente: en base a datos de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, México y la Secretaria do Tesouro Nacional, Brasil

De lo que trata este cuadro es simplemente de distinguir los títulos dependiendo únicamente de la moneda de emisión, con el objetivo de que contengan la misma información que para el mercado argentino. Nuevamente se observa que predominaban los títulos en moneda local. En el caso de Brasil, como es lógico, la deuda en moneda externa es inferior a la presentada en el cuadro 6.30, ya que en este último cuadro utilizamos las estadísticas del BIS.

6.3.2.3. La tasa cupón variable y la indexación del capital

Como observamos en el capítulo 3, el gobierno argentino emitió una gran cantidad de deuda en moneda local indexada a la tasa de inflación o cuya tasa cupón estaba vinculada a una tasa de interés internacional. Más específicamente, luego del canje casi el 80% de los títulos en circulación estaban indexados a la inflación o con tasa cupón variable. Además, el primer año en el que Argentina comenzó a vender títulos en el mercado voluntario de deuda, en su gran mayoría correspondía a emisiones con tasa cupón variable o capital indexado¹¹⁶.

En el apartado 3. observamos que en el 2006 la situación no había variado, teniendo en cuenta las Letras y Notas del Banco Central de la República Argentina (Lebcas y Nobacs), en Argentina el 80% del total de los títulos de deuda estaban emitidos con cupón variable, ya sea porque están referenciados a una tasa de interés, o que al estar indexado el capital por la inflación, el cupón varía con la variación de la tasa de inflación.

Con respecto a los países de la región, como se señaló en el apartado 4, ninguno de ellos sigue el patrón de Argentina. Si bien Brasil tiene una proporción elevada de títulos con tasa variable, no llega a los niveles del mercado Argentino. El cuadro 6.35 nos muestra la información en relación a la distribución de los títulos para el año 2006 con la información recopilada del apartado 4.2. Dentro de las emisiones con tasa variable se incluyen tanto las que presentan una tasa cupón variable, como la que ajustan el capital por inflación.

Cuadro. 6.35. Distribución de los títulos públicos por tipo de cupón

| | Brasil | Argentina | México | Chile |
|----------|--------|-----------|--------|--------|
| Variable | 58,30% | 86,10% | 45,40% | 23,60% |
| Fijo | 41,70% | 13,90% | 54,60% | 76,40% |

Fuente: en base a información propia de cada país

Como el objetivo en este apartado es analizar si la calidad de la deuda argentina en relación a la moneda de emisión, mejoró a partir de la reestructuración de la deuda, es necesario observar la evolución de estas emisiones en los últimos tres años. Por otro lado, es necesario analizar si las emisiones con cupón fijo corresponden a títulos emitidos en moneda doméstica o no, además del plazo en el cual están emitidos estos títulos. No se tendrán en cuenta los títulos emitidos por el BCRA, solo los emitidos por el Gobierno Central, para que la información del cuadro 6.35 sea uniforme a lo largo de todo el apartado.

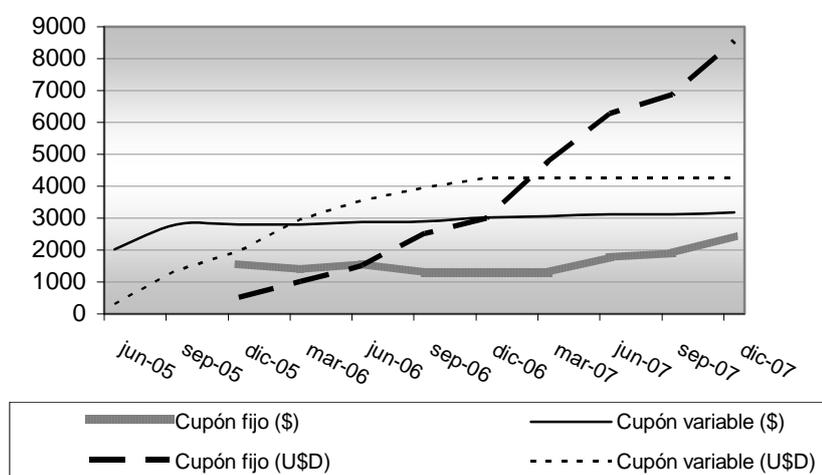
En primer lugar vamos a ver que tipo de títulos emitió el gobierno a partir de la reestructuración por tipo de cupón. En el gráfico 6.17 se puede observar claramente el orden de las emisiones. En el segundo trimestre del 2005, los títulos que se emitieron fueron los Bonde 2012, títulos en dólares con la tasa cupón vinculada al Libor y los Boden 2014, en pesos y ajustados por inflación. En octubre del 2005 el gobierno emitió títulos con cupón fijo, los Boden 2015, luego de que este título se había intentado emitir meses anteriores, y la misma fue suspendida por

¹¹⁶ Decimos la mayoría ya que en el 2005 se emitió el Boden 2015, el primer intento de emitir deuda a tasa fija, cuya primera licitación se anuló por los elevados costos que el mercado le exigía al gobierno.

los elevados rendimientos que el mercado le exigía. Si bien emitió títulos en moneda local, los mismos correspondían a emisiones al descuento (Letras del Tesoro).

A lo largo del 2006 comenzaron a emitirse por medio de licitación pública los Bonar, títulos con cupón fijo, en su mayoría en dólares. Como se observa en el gráfico 6.17, estos títulos fueron los que experimentaron un constante aumento. En junio del 2007 se emitieron los primeros títulos con cupón fijo en moneda local, los Bonar ARG V. Sin embargo, como se observa en el gráfico 6.17 no representan un volumen muy importante dentro de las emisiones nuevas, y el aumento que se observa de los títulos en moneda local a tasa fija corresponden en gran parte al aumento de las emisiones de las Letras de Tesoro, colocadas directamente en organismos descentralizados.

Gráfico 6.17. Deuda nueva en circulación por tipo de cupón y moneda de emisión (millones de U\$D)



Nota: en relación a los Boden 2012 no se tiene en cuenta las amortizaciones que el bono realiza en el mes de agosto del 2006 y 2007.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

En relación con el vencimiento de los títulos, la mayoría de emisiones en dólares con cupón fijo se realizan con plazos de vencimientos menores a diez años y por otro lado, la mayoría de las emisiones en pesos a tasa fija corresponden a títulos que no superan el año del vencimiento. Cuando observamos con que tipo de cupón se realizaron las emisiones de títulos en los últimos años de los principales países Latinoamericanos, cuya información se presenta en el cuadro 6.36, encontramos nuevamente diferencias importantes. En el caso brasileño, vemos que el gobierno aumentó sus emisiones con cupón fijo de un 32% a un 42% en tres años. Si bien en México no se observa un aumento de las emisiones de los títulos a tasa fija, incluso una pequeña disminución, la proporción es mucho más pequeña que en el caso argentino.

Si bien en términos de proporción no se observan diferencias tan importantes, es necesario recordar que las emisiones a tasa fija brasileñas y mexicanas corresponden a títulos en

moneda local¹¹⁷. Esto no sucede en el caso de Argentina, ya que como mencionamos anteriormente, la mayoría de las emisiones con cupón fijo se realizan en dólares estadounidenses. En el siguiente apartado vamos a observar como se comportaron los títulos de la deuda nueva en el mercado primario y secundario, con el objetivo de analizar la evolución de los precios y su volumen de negociación, así como se comportó la demanda ante *shocks* internos y externos. Este análisis nos será útil para extraer conclusiones en relación al comportamiento de los títulos emitidos por el gobierno en relación a sus características de emisión.

Cuadro 6.36. Proporción de títulos con cupón fijo y variable en el total de las emisiones (% del total)

| | Argentina | | Brasil | | México | |
|--------|-----------|----------|--------|----------|--------|----------|
| | Fija | Variable | Fija | Variable | Fijo | Variable |
| dic-05 | 30,3% | 69,7% | 32,1% | 67,9% | 74,8% | 25,2% |
| dic-06 | 37,2% | 62,8% | 42,0% | 58,0% | 77% | 23% |
| dic-07 | 59,6% | 40,4% | 42,6% | 57,4% | 71,8% | 28,2% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los propios países

6.3.3. El comportamiento de los títulos en el mercado primario y secundario

El gobierno nacional a partir de la reestructuración de la deuda emitió deuda por medio de dos canales: colocación directa y licitación pública. Si bien en períodos anteriores había realizado colocaciones directas de deuda, las mismas tenía como objetivo canjear deuda en *default* y compensar pérdidas de diferentes agentes económicos por la crisis del 2001. A partir de la finalización del canje y hasta la actualidad, las emisiones por medio de colocación directa se realizaron para cubrir necesidades inmediatas de financiamiento del estado, como vencimientos de capital, de cupones o pagos parciales de amortización de bonos ya emitidos. Por otro lado, a diferencia de las colocaciones anteriores, los inversores de los títulos emitidos por medio de colocación directa compraron deuda voluntariamente en el mercado primario.

Los bonos que denominamos deuda nueva son: Letras del Tesoro, Boden 2014, Boden 2012, Boden 2015, Bonar V, Bonar VII, Bonar X y Bonar ARG V. Como ya observamos las distintas estructuras de los títulos, en este apartado nos proponemos analizar como, dependiendo de las características de emisión, los títulos funcionan en el mercado tanto primario como secundario, y como son afectados por las condiciones internas del país, como por shocks que provienen de fuera del mismo.

¹¹⁷ En el caso de las emisiones mexicanas no se incluyen las BREMs que son títulos emitidos por el Banco de México con fines de política monetaria.

6.3.3.1. Letras del Tesoro (Letes)

Las Letras del Tesoro (Letes) no son un título nuevo en el mercado, con anterioridad al *default* se emitían para cubrir deficiencias estacionales de caja¹¹⁸. Estos títulos se emiten al descuento y a corto plazo, con vencimientos que van desde los tres a los doce meses. En el 2005 comenzaron a emitirse nuevamente, a partir del canje de deuda, y se colocaron directamente a organismos descentralizados como las Administradora Nacional de Seguridad Social (ANSES), la Administradora de Fondos e Ingresos Públicos (AFIP), Fondo Fiduciario para la Reconstrucción de Empresas (FFRE) etc. Estos títulos no se negocian en el mercado secundario.

Los tipos de interés a los cuales fueron emitidos estos títulos distan mucho de los que se encuentran en el mercado. En el cuadro 6.37 se pueden observar la diferencia de la tasa de interés que el gobierno pagó por emitir las Letes y las tasas de interés que el Banco Central emitió en el mercado las Lebacs con el mismo plazo de vencimiento a lo largo del 2007. Los períodos considerados en este cuadro no fueron elegidos de manera arbitraria, dependen de la existencia de emisiones de Letras del Tesoro para cada uno de los plazos. Por lo cual, no se puede presentar la información para todos los meses a lo largo del año, al no realizarse las emisiones de forma periódica. Con respecto a las Lebacs, la tasa de interés que se presenta en el cuadro 6.37 corresponde al promedio de las tasas a las que fueron emitidas a lo largo del mes que estamos considerando.

Cuadro 6.37. Comparación de las tasas de interés implícitas

| | Período | Letras del Tesoro | Lebacs |
|--------------|---------|-------------------|--------|
| 90 días | ago-07 | 6,85% | 10,55% |
| | nov-07 | 7,85% | 10,77% |
| | dic-07 | 7,90% | 10,71% |
| 120-150 días | nov-07 | 7,85% | 10,85% |
| | dic-07 | 7,85% | 10,85% |
| 150-180 días | feb-07 | 6,85% | 8,85% |
| | may-07 | 7,35% | 8,45% |
| 360 días | feb-07 | 6,85% | 10,65% |
| | mar-07 | 7,35% | 10,47% |
| | jun-07 | 7,35% | 10,27% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y del MECON

Una de las características que observamos es que, en determinados períodos, la tasa de interés para plazos mayores es menor que para plazos menores. Este es el ejemplo de las emisiones entre 120 y 150 días, y las emisiones con un plazo de vencimiento entre 150 y 180. La tasa que se pagó por las emisiones a más corto plazo fueron menores que las que pagó durante el año por las letras tanto del Tesoro como del Banco Central, lo cual nos está mostrando que los tipos a los cuales se emiten títulos a corto plazo se encuentran muy relacionados con el clima económico por el cual este pasando el país.

¹¹⁸ Ley N° 24156, de Administración Financiera y de los Sistemas de Control del Sector Público.

Las diferencias entre la tasa de interés que se emiten las Lebac y las Letras del Tesoro se encuentran entre un 2% y un 4%, también dependiendo del período que estemos considerando. En agosto del 2007, cuando se desató la crisis *subprime* en Estados Unidos es en el período que se presenta una mayor diferencia de tasas. Por otro lado, el diferencial de tasas no es la causa de un aumento importante de las Lebac, sino por una tasa muy baja de las Letras del Tesoro, como es el caso de las emisiones a 360 días en febrero del 2007. Esta situación explica en parte el porque de la colocación directa de títulos a corto plazo, ya que si el gobierno decidiera emitir este tipo de activo en el mercado, las tasas que debería pagar son muy superiores a las que paga por medio de colocación directa.

6.3.3.2. Boden 2014

Los Boden 2014 son títulos emitidos en pesos, que ajustan su capital por el índice CER y pagan un cupón del 2% sobre el capital ajustado. En mayo del 2005 estos títulos representaron el regreso del gobierno argentino luego del *default*, al mercado de capitales emitiendo deuda voluntaria, ya que la última colocación de deuda voluntaria había sido en febrero del 2001. El gobierno Argentino comenzó a emitir bonos que ajustan su capital por el índice inflacionario para canjear deuda en *default* o compensar a los agentes económicos por pérdidas que se ocasionaron durante la salida de la convertibilidad.

Cuando un país con antecedentes inflacionarios presenta problemas para endeudarse en moneda local debido a la falta de confianza de los inversores en la moneda doméstica y a la probabilidad de que la tasa de inflación sea elevada y sus activos pierdan valor, una de las soluciones con las que cuenta el gobierno es la emisión de bonos en moneda local pero indexados a la inflación (Price, 1997). Entre las ventajas que tienen los bonos indexados a la inflación se destaca que es una de las formas de aumentar el plazo de vencimiento de la deuda pública en moneda local. Por otro lado, algunos autores suponen que los títulos indexados a la inflación tienen menos probabilidad de influir sobre una crisis ya que no amplía los efectos de los shocks adversos, y puede llegar a tener efectos contracíclicos en las economías emergentes (FMI, 2004).

Fischer, (1983) argumenta además, que la emisión de títulos indexados a la inflación reduce los incentivos del gobierno de disminuir la deuda con inflación, ya que la inflación aumentaría el nivel de deuda (Alfaro y Kanczuk, 2007). En este sentido, la emisión de títulos indexados lleva a que el gobierno tenga una mayor disciplina monetaria (FMI, 2004).

Según Price (1997) dentro de las principales ventajas de la emisión de títulos indexados a la inflación se encuentran: el ahorro de costos por parte del emisor, completar los mercados financieros y fortalecer las herramientas, la credibilidad y los compromisos de la política monetaria. Más específicamente, este tipo de títulos puede aumentar la tasa de ahorro de la economía, ya que provee una alternativa para ahorrar que esta fuera del alcance del riesgo inflacionario. En cuanto a la reducción de los costos de endeudamiento, este autor argumenta que si el mercado sobrestima la tasa de inflación futura, los inversores van a estar dispuestos a invertir en esta clase de títulos en lugar de aquellos que tienen tipos fijos. Al gobierno le conviene emitir títulos indexados en relación a títulos no indexados, ya que el mismo debería tener mejor información en relación a esta variable, además de poder influir sobre ella en el

futuro. Es necesario aclarar que hablamos de economías emergentes, en donde la elección de emitir títulos indexados se hace por la imposibilidad de poder emitir deuda a tasa fija en moneda local a medio y largo plazo.

Dentro de las desventajas con las que cuentan los títulos indexados a la inflación, García Herrero, et al (2002) encuentran que es difícil reducir las expectativas de inflación, que supone aumentar los servicios de la deuda indexada cuando la moneda se deprecia. Por otro lado, la deuda indexada es menos líquida que otros títulos ya que los tenedores de bonos en general los mantienen hasta su vencimiento, es decir, tienen un volumen de negociación bajo y la liquidez es menor a otros instrumentos emitidos con tipos fijos. Esta situación se explica porque en general, los demandantes de estos títulos son agentes que tienen que cubrir pasivos a largo plazo en moneda doméstica, como por ejemplo, fondos de pensión, compañías de seguros, etc. Además, la regulación de los países en general fuerza a que este tipo de instituciones financieras mantengan en sus carteras una elevada proporción de títulos públicos. Otro problema de la deuda indexada es que el gobierno tiene incentivos para manejar oportunamente los datos sobre la inflación, por ello varios trabajos hablan de que es necesario en un país tener instituciones independientes que midan las principales variables macroeconómicas (FMI, 2004).

Los títulos que actualmente se encuentran en circulación y ajustan su capital por el índice CER son: los Discount en pesos, los Par en pesos, los Boden 2008 y los 2013, y todos los Bocones¹¹⁹, además de las Lebacs y Nobacs que emite el Banco Central con fines de política monetaria. Utilizaremos los títulos mencionados para comparar su evolución con los Boden 2014.

MERCADO PRIMARIO

En septiembre del 2005 el gobierno había emitido Boden 2014 para canjearlos por Letras del Tesoro (Letes) que tenían en su poder las Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensión (estas entidades habían sido obligadas a adquirir las Letes en el año 2001) y por Boden 2011 y 2013 los cuales había sido emitidos para rescatar cuasimonedas que las provincias habían emitido durante el año 2001, y para compensar a los ahorristas por la pesificación asimétrica. Las diferentes emisiones del Boden 2014 y sus características se pueden observar en el cuadro 6.38.

El programa de licitación pública de los Boden 2014 comprendía la emisión de \$3.000 millones de valor nominal. El gobierno recibió de los inversores 2515 millones de pesos en tres tramos de la licitación de este bono que se realizó en dos meses. Las características de estos bonos así como los resultados de las licitaciones de los Boden 2014 se detallan en el cuadro 6.38. Según las autoridades, en el primer tramo la emisión fue exitosa, ya que su demanda duplicó la cantidad ofrecida originalmente. El precio de corte fue de 78,7, lo que corresponde a un rendimiento del 6,41%, el cual sumando al CER, que en ese momento se estimaba del 10% anual, se esperaba que los títulos llegaran a un rendimiento del 16,41%. El gobierno colocó a esta tasa 1000 millones de pesos a siete años por los cuales el mercado le dio 787 millones en la primera emisión.

¹¹⁹ No se consideran los títulos que no fueron presentados al canje.

Cuadro 6.38 Características de emisión de los Boden 2014

| Instrumento | Fecha de licitación | Fecha de vencimiento | Cupón | Amortización | Valor nominal (millones de U\$D) | Valor efectivo (millones de U\$D) | Precio de emisión | Rto. | Vto. residual(*) |
|-------------|---------------------|----------------------|-------|--|----------------------------------|-----------------------------------|-------------------|-------|------------------|
| Boden 2014 | 04/05/2005 | 30/09/2014 | 2% | 8 cuotas de 12,5% del capital ajustado por CER(**) | 1.000 | 787 | 78,70% | 6,41% | 7,62 |
| Boden 2014 | 07/07/2005 | 30/09/2014 | 2% | 8 cuotas de 12,5% del capital ajustado por CER(**) | 1.000 | 855 | 85,51% | 5,44% | 7,47 |
| Boden 2014 | 11/07/2005 | 30/09/2014 | 2% | 8 cuotas de 12,5% del capital ajustado por CER(**) | 1.000 | 873 | 87,30% | 5,13% | 7,47 |
| Total | | | | | 3000 | 2515 | | | |

(*) Corresponde al período que resta desde el momento de la licitación. (**) Las cuotas de amortización se pagan con frecuencia semestral en forma consecutiva, conjuntamente con los pagos de los cupones, la primera cuota de amortización se paga el 31/03/2011

Fuente: Datos del MECON

El éxito de la primera emisión de los Boden 2014 hizo que se abrieran dos emisiones más en julio de ese mismo año, con un precio mayor a la licitación anterior. En el segundo tramo, el precio de corte fue de 85,51, lo que corresponde a un rendimiento del 5,44% un punto por debajo de la licitación anterior. Por otro lado se registró una demanda 8,75 veces superior a la oferta, lo que reflejó el interés de los inversores tanto domésticos como internacionales por los bonos ajustados al índice de inflación¹²⁰. Las expectativas de una inflación elevada por parte de los inversores, además del rendimiento, se identifica como una de las causas de la elevada demanda de estos títulos, debido a que días antes se había dado a conocer que solo en el mes de junio la inflación había sido del 0,9%.

El tercer tramo se realizó cuatro días después del segundo, y el rendimiento disminuyó aún más, tocando un piso del 5,13%. Sin embargo, aunque a simple vista pareciera que el gobierno se estaría financiando a una tasa menor, es necesario analizar cual fue el crecimiento de la inflación para poder observar el costo que realmente paga el gobierno por esas emisiones, lo cual se presenta en el cuadro 6.39 cuando presentamos como el stock de deuda en circulación. Este tramo de licitación de Boden 2014 marcó el final de las emisiones que ajustan el capital por CER, ya que el 26 de ese mismo mes el ministro de economía anunciaba que se suspendían la emisión de este tipo de bonos. Las próximas emisiones en pesos recién iban a realizarse en el año 2007, pero sin ajuste de ningún tipo.

Esta medida, es decir, suspender las emisiones de este título, generó incertidumbre en relación a los incentivos que tenía el gobierno para controlar la inflación, si la inflación era elevada, los rendimientos de los títulos indexados pueden ser superiores a los títulos en moneda externa. Esta medida puede traer ruido al mercado, ya que por otro lado se puede generar incertidumbre en relación a la capacidad por parte del Estado de cumplir con las obligaciones de deuda contraídas si la misma resulta ser una carga muy importante para el gobierno a causa del aumento de la inflación, debido a que aproximadamente la mitad de la deuda en *default* se canjeó por títulos indexados a la inflación.

¹²⁰ El procedimiento de subastas se explicó en el capítulo 4, apartado 4.3.1.

Cuadro 6.39 Monto en circulación de los Boden 2014

| | Valor nominal residual en circulación (*) | Valor nominal actualizado en circulación (**) | Diferencia entre el valor residual y el valor actualizado (***) |
|---------------|---|---|---|
| sep-05 | 2.555.565 | 2.802.211 | 246.646 |
| dic-05 | 2.446.281 | 2.808.154 | 361.873 |
| mar-06 | 2.412.945 | 2.806.954 | 394.009 |
| jun-06 | 2.409.817 | 2.877.670 | 467.853 |
| sep-06 | 2.435.441 | 2.908.269 | 472.828 |
| dic-06 | 2.428.705 | 3.020.542 | 591.837 |
| mar-07 | 2.398.933 | 3.058.798 | 659.865 |
| jun-07 | 2.404.364 | 3.124.408 | 720.044 |
| sep-07 | 2.360.856 | 3.113.902 | 753.046 |

(*) Valor nominal original (VNO) menos amortizaciones vencidas. Surge de multiplicar el VNO por el valor residual al 30 de cada mes. (**) Surge de multiplicar el valor nominal residual por el coeficiente de estabilización de referencia al 30 de cada mes
 (***) Diferencia entre el valor residual y el valor actualizado

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y del MECON

En relación al stock en circulación de estos bonos, se puede observar como aumentó el monto en circulación actualizado en relación al monto emitido a partir del 2005, lo que se debe al ajuste del capital por el CER (cuadro 6.39). Como es de esperar, a medida que aumenta la inflación, el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) aumenta también, al estar relacionado directamente con la tasa de inflación¹²¹. Esta situación provocó que en septiembre del 2007 la diferencia entre el valor residual y el valor nominal actualizado, sin que se hayan realizado pagos de capital, corresponda al 24% del valor residual en circulación, cuando la tasa de inflación desde septiembre del 2005 hasta el mismo mes del 2007 fue del 21,8%. Esta diferencia nos estaría indicando que emitir deuda ajustada por un indicador de la inflación tiene un costo adicional para el gobierno y una ganancia adicional para los inversores en estos bonos. A pesar de ello, los problemas que surgieron a partir del 2007 con los rumores de subvaluación del índice de precios al consumidor tuvieron repercusiones importantes sobre los precios de los Boden 2014, como veremos más adelante.

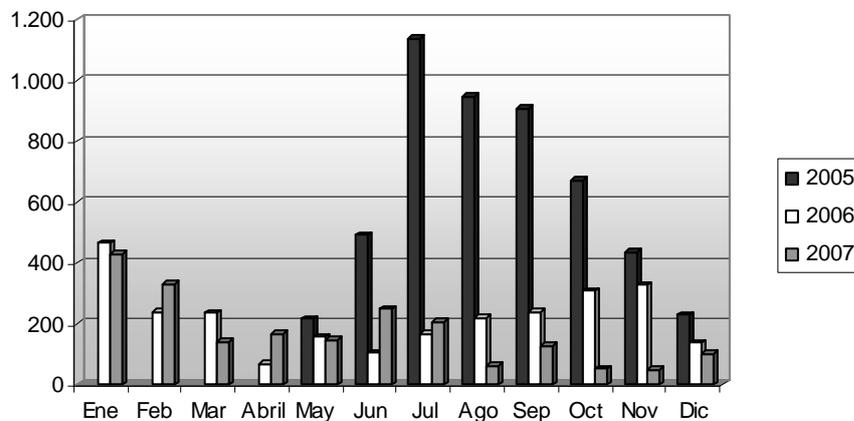
MERCADO SECUNDARIO

Los Boden 2014 no representan un volumen de negociación importante en comparación con otros títulos en circulación como el Boden 2012. El volumen de negociación de este último título entre el 2006 y el 2007 fue aproximadamente de 500 millones mensuales, cuando el monto operado del Boden 2014 no superó los 200 millones mensuales. Tal como dijimos, en general los títulos indexados a la inflación no tienen una elevada liquidez ya que los tenedores de bonos los mantienen hasta su vencimiento, es decir, tienen un volumen de negociación bajo y la liquidez es menor que otros instrumentos emitidos con tipos fijos (García Herrero, et al 2002). Si bien el interés por parte de los inversores durante el primer año de su aparición en el mercado secundario de su cotización fue importante, el volumen de negociación en el mercado secundario nunca volvería a esos niveles en los años sucesivos. En el gráfico 6.18. se presenta el volumen de negociación de los Boden 2014.

¹²¹ En el anexo de este capítulo se presenta la forma de cálculo de índice CER.

En primer lugar se observa que los montos negociados son muy inestables, con diferencias en varios casos alrededor de los 200 millones de dólares de un mes a otro, ejemplo que encontramos en los últimos meses del 2005. Sin embargo, si hablamos de oscilaciones bruscas es necesario ir un poco más adelante, por ejemplo, observar los últimos meses del 2006 y los primeros del 2007. En este período se observa una caída abrupta de 191 millones de dólares entre noviembre y diciembre, y un aumento en relación a enero de casi 300 millones de dólares, lo cual representa una variación importante si consideramos que el promedio simple anual del volumen de negociación en el 2006 y el 2007 fue alrededor de 200 millones de dólares.

Gráfico 6.18. Volumen negociado de los Boden 2014
(2006-2007 en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE

El volumen de negociación de los títulos indexados a la inflación, así como sus precios, guardan una estrecha relación con las expectativas inflacionarias. Pero en el caso de Argentina, además tiene influencia el grado de confianza de los inversores en las estadísticas oficiales. Las expectativas de sub-valoración del Índice de Precios al Consumidor (IPC), indicador que se utiliza para calcular el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), provoca efectos muy importantes sobre las expectativas de los inversores, ya que hubo y sigue habiendo dudas sobre la fiabilidad del Índice de Precios al Consumidor.

El problema de los bonos indexados a la inflación en Argentina comenzó en enero del 2007 a partir de la reestructuración de algunos altos cargos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), instituto que calcula el índice de precios al consumidor. Esta reestructuración la llevó a cabo el gobierno, lo que pone en duda la independencia que es necesaria entre el gobierno y el organismo oficial de estadísticas, hecho que se discute ampliamente en el ámbito académico como una de las desventajas de la emisión de este tipo de títulos (FMI, 2004; Borensztein y Mauro; 2004).

La destitución de la directora del área de Precios al Consumidor del INDEC llevó a la falta de confianza por parte de los inversores que los indicadores que publica este organismo sean

confiables, principalmente en el caso del Índice de Precios al Consumidor (IPC), vinculado directamente con el CER. En este caso vemos como el monto negociado de los Boden 2014 presenta su mayor caída a partir de agosto del 2007, lo cual, además de los problemas internos con la publicación de las estadísticas oficiales, la crisis financiera internacional que se desató en Estados Unidos generó efectos negativos sobre los mercados financieros emergentes, ya que una de las consecuencias más importantes fue la caída de los flujos de capital hacia los mercados más riesgosos. Por otro lado, una de las cuestiones a considerar es el vínculo entre los precios que el gobierno aceptó en las reaperturas de las licitaciones de este bono y su relación con los precios en el mercado secundario, información que se presenta en el cuadro 6.40.

Cuadro 6.40. Cotizaciones y precios de emisión de los Boden 2014

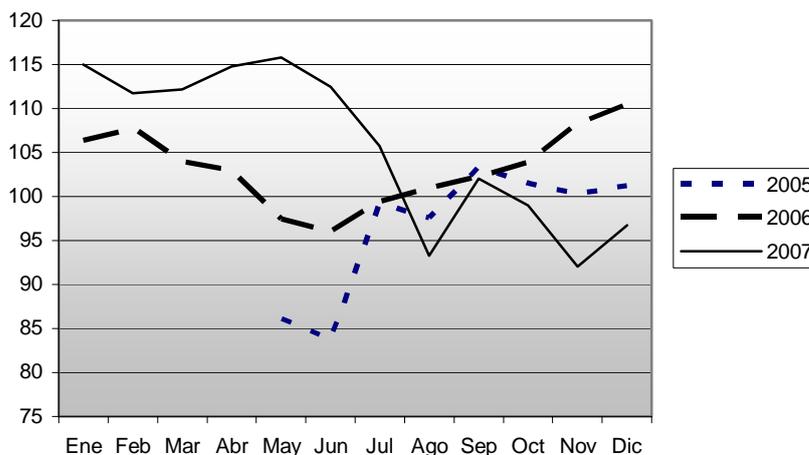
| Fecha | Último Precio | Variación con respecto al día anterior (%) | Precio de la licitación |
|-------------------|---------------|--|-------------------------|
| 01/07/2005 | 83,7 | -0,12 | |
| 04/07/2005 | 83,8 | 0,12 | |
| 05/07/2005 | 83,5 | -0,36 | |
| 06/07/2005 | 84,5 | 0,96 | |
| 07/07/2005 | 85,7 | 1,42 | 85,51 |
| 08/07/2005 | 86,15 | 0,53 | |
| 11/07/2005 | 87 | 0,99 | 87,3 |
| 12/07/2005 | 88,25 | 1,44 | |
| 13/07/2005 | 87,95 | -0,34 | |
| 14/07/2005 | 88,35 | 0,45 | |
| 15/07/2005 | 90 | 1,87 | |

Fuente: Cálculos propios en base a datos de la BCBA

Se puede observar que mientras que el precio de emisión de los dos tramos fue del 85,51% y del 87,3% respectivamente, en ninguno de los dos casos superaban al precio que cotizaban estos títulos en el mercado secundario. Además, el día que se licitaron estos bonos, el precio en el mercado presentó un aumento del 1,42%, al igual que en el tercer tramo, el cual aumentó un 0,99%. En el gráfico 6.19. se presentan los precios de los Boden 2014 en el mercado secundario, tomando la última cotización del mes. Durante los años 2005 y 2006 los bonos cotizaban a precios cercanos a la par, incluso en el 2006 en la mayoría de los casos, por encima de la par.

En el 2007 si bien se observan precios más elevados que en los años anteriores, tienen una tendencia decreciente hasta llegar casi a los niveles más bajos en agosto de este año, a partir de aquí volvieron a subir, para luego volver a bajar en septiembre,. La explicación del porque de la caída de los Boden 2014 en el 2007, así como de todos los títulos indexados por inflación corresponde a una serie de hechos internos y externos que afectaron en gran medida al mercado de renta fija. Uno de los más importantes fue la sospecha de la manipulación del índice de precios al consumidor a principios del 2007, lo cual tuvo repercusiones inmediatas sobre los precios de estos bonos.

Gráfico 6.19. Evolución de los precios entre el 2005-2008



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la BCBA

La subvaluación del IPC, como explicamos anteriormente, repercutió inmediatamente en el mercado de estos bonos, provocando una disminución de los precios de todos los bonos que ajustan por inflación, caída que se mantuvo durante los días posteriores al anuncio. Varios analistas manifestaban en diferentes artículos periodísticos de la prensa local e internacional, que el gobierno estaba manipulando el índice de inflación, y que existía una suba de precios “oficial” y otra “real”¹²². Los mismos técnicos del organismo argumentaron que la inflación correspondiente al mes de enero del 2007 debería haber estado por encima del 1,8%, cuando se publicó un índice del 1,1%¹²³.

La sub-valoración del IPC provocó que los inversores exijan un mayor rendimiento, lo cual hace que la TIR aumente y los precios de los bonos en el mercado secundario disminuyan, es decir, se exige una prima de riesgo. Según el FMI, (2004) el elevado porcentaje de deuda en circulación indexada a la tasa de inflación genera incentivos por parte del gobierno para manipular oportunamente los datos sobre la inflación, por ello varios trabajos hablan de que es necesario en un país tener instituciones independientes que midan las principales variables macroeconómicas. Además de los problemas en el INDEC, el mercado de renta fija argentino sufrió las consecuencias de la crisis hipotecaria en Estados Unidos. Esta crisis se desató en julio del 2007, pero los efectos en las economías emergentes comenzaron a notarse en agosto de este año.

El problema comenzó cuando algunas entidades que concedían créditos hipotecarios *subprime*, es decir, aquellos que se conceden a una persona sin pedirle garantías ni avales, se mostraron incapaces de cumplir con los pagos de emisiones de títulos cuyo subyacente era este tipo de créditos hipotecarios. El aumento de morosidad en el sector de las hipotecas en EEUU en agosto del 2007 hizo sacudir al mercado financiero, y los efectos de esta crisis hipotecaria se hizo sentir en todo el mundo¹²⁴. En los países que más impactó la crisis de los

¹²² La Nación: “Un daño a la credibilidad del INDEC”, 7/02/2007. Financial Times: “Argentina’s inflation figures in question”, 6/02/2007.

¹²³ Ámbito Financiero: “Inflación hasta resultó más baja de lo que esperaba el gobierno”, 06/07/2007

¹²⁴ El mundo: “Las hipotecas ‘basura’ supusieron casi la mitad de las contratadas en EEUU en 2006”. 13/08/2007.

créditos hipotecarios en Estados Unidos fue sobre las economías emergentes, ya que se produjo un aumento de la aversión al riesgo de los inversores, y la salida de los mismos de los mercados más arriesgados con el objetivo de colocar sus inversiones en activos menos arriesgados, lo que se denomina *fly to quality*:

El principal mecanismo de contagio de la crisis norteamericana fue la liquidación de las posiciones en los mercados emergentes para cubrir las pérdidas que se había producido en países industrializados por la crisis hipotecaria (Ocampo, 2007 CEPAL). Esto significó el aumento de inversiones en bonos del Tesoro de los Estados Unidos a diez años, y llevó a una disminución de las inversiones en las economías más arriesgadas, dentro de las cuales se encuentra Argentina¹²⁵. El desarme de posiciones que generó el sector hipotecario en Estados Unidos afectó también, y de una forma muy importante a los bonos emitidos en dólares estadounidenses, como veremos más adelante.

Si bien el gráfico 6.19 nos da una visión de cómo evolucionaron los precios de los Boden 2014 desde su emisión, el precio que tomamos es del último día del mes que el bono cotizó. Las oscilaciones de los precios en numerosas ocasiones son muy importantes a lo largo de un mes, por lo que vamos a analizar los diferentes periodos en los que los bonos tuvieron variaciones importantes. Un período que llama la atención es a mediados del 2007, en donde se puede observar la mayor caída de los precios desde que el Boden 2014 fue emitido. Sin embargo, no fue solo la caída, sino que al día siguiente experimentó una suba importante, lo que llama la atención es la gran volatilidad de este bono.

Con el objetivo de observar si los efectos de los shocks internos y externos son específicos en el caso de este bono o corresponden a todos el mercado, comparamos la evolución de los precios de los Boden 2014 y de los Bocones en pesos (PRE9), bonos que al igual que los Boden 2014, ajustan su capital por el índice de inflación, además de pagar un cupón del 2% anual. Las características de estos dos bonos se presentan en el cuadro 6.41.

Cuadro 6.41. Características de emisión de los Boden 2014 y los PRE9

| Bono | Fecha de emisión | Fecha de vencimiento | Cupón | Pago de cupón | Amortización |
|------------|------------------|----------------------|-------|---|--|
| Boden 2014 | 04/05/2005 | 30/09/2014 | 2% | Frecuencia semestral | 8 cuotas semestrales, iguales y consecutivas de 12,5% sobre el monto emitido ajustado por CER. 1er pago:31-mar-11 |
| PRE9 | 15/03/2004 | 15/03/2014 | 2% | Capitalización mensual hasta el 15-mar-08. Se pagan conjuntamente con las cuotas de amortización. | 72 cuotas mensuales y consecutivas, de 1,35% c/u, excepto las 2 últimas de 2,75%, sobre saldo emitido más intereses capitalizados. 1er pago:15-abr-08. |

Fuente: Datos del MECON

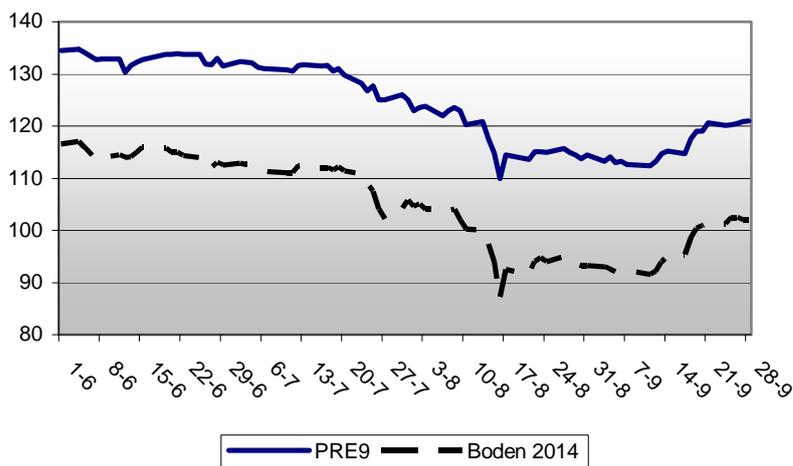
Observando el comportamiento de estos dos bonos en el mercado secundario, lo que se presenta en el gráfico 6.20. vemos que los precios de los PRE9 son superiores a los precios de los Boden 2014, lo cual se explica ya que el primer bono paga un cupón del 2%, pero capitaliza mensualmente, además de que el capital amortiza en cuotas mensuales a partir del 2008. En

¹²⁵ Ámbito Financiero: artículos periodísticos del 01/11/2007 al 29/11/2007

cambio, el Boden 2014 paga las cuotas de amortización con los cupones, es decir, con frecuencia semestral y las comienza a pagar a partir del 2011. Sin embargo, la brecha entre los precios de estos dos bonos permanece constante a lo largo del período, salvo pequeñas diferencias. De todas maneras, ambos bonos presentan una volatilidad importante a lo largo del período considerado. La elevada volatilidad y su gran sensibilidad en relación a las condiciones internas e internacionales es un problema que se presenta a menudo en los bonos argentinos.

En general, si bien los hechos que se han desarrollado a lo largo del 2007 impactaron sobre todos los títulos públicos, como veremos a lo largo de todo el capítulo, los bonos en moneda doméstica sufrieron mucho más las consecuencias¹²⁶. Interesaría observar si estos títulos no indexaran por inflación, en cuyo caso no tendrían los problemas relacionados con la evolución de los precios, los efectos se ampliarían o se reducirían. Este análisis se realizará cuando presentamos la evolución de los primeros títulos que se emitieron a tasa fija en el mercado argentino, los Bonar V en pesos.

Gráfico 6.20. Precios del Boden 2014 en el 2007



Fuente: En base a datos de la BCBA

6.3.3.3. Boden 2012

Los Boden 2012 son títulos en dólares, con cupones referenciados a la tasa de interés Libor a seis meses, con diez años y seis meses de vencimiento. Las emisiones de estos títulos comenzaron a realizarse en forma directa a partir de febrero del 2002. En principio, el objetivo de la emisión fue cubrir parte de las pérdidas, tanto de los ahorristas como de los bancos, por la pesificación asimétrica de los depósitos.

Sin embargo, no todas las emisiones de estos bonos se realizaron por medio de colocación directa. Durante los años 2005 y 2006, cuando finalizó el canje de deuda, se realizaron varias

¹²⁶ Es necesario recordar que en el 2006 la mayoría de los títulos en circulación que estaban denominados en moneda local, ajustaban el capital por el índice CER

reaperturas de este bono, algunas por medio de licitación pública, y una gran parte por medio de colocación directa, principalmente adquiridas por el gobierno Venezolano. La colocación directa de deuda se realizó debido a que el sondeo del mercado por parte del gobierno arrojaba un elevado costo de endeudamiento en el caso de emitir estos mismos títulos en el mercado secundario.

Los Boden 2012 representan un riesgo adicional por el hecho de estar referenciados a una tasa de interés de mercado. Este riesgo se asocia al riesgo de emitir títulos a corto plazo, ya que al ser los pagos de los cupones inciertos, tienen un mayor riesgo que los títulos que se emiten con cupon fijo. La diferencia entre estos dos tipos de títulos es que el tenedor de los títulos emitidos con tasa de interés flotante tienen menos riesgos de tipos de interés, ya que solo se expone al riesgos de *default*, la ser títulos emitidos a más largo plazo (Price, 1997). Sin embargo, cuando la tasa a la cual está referenciada el pago del cupon corresponde a una tasa de interes de mercado, la variación de la misma en el caso de una tendencia alcista, representa un riesgo mayor para el emisor, lo cual se traduce en mayores esfuerzos por parte del mismo para seguir cumpliendo con los servicios de la deuda.

MERCADO PRIMARIO

En el año 2005 el gobierno de Venezuela compró Boden 2012 por un monto total de 1250 millones de dólares, que se realizaron en seis tramos. Este monto representa una proporción muy elevada del total de emisiones de Boden 2012, ya que durante el 2005 el mismo fue de 1967 millones de dólares.

En las primeras emisiones de Boden 2012 a partir de la Resolución Conjunta 46/2005 y 104/2005 documento que permite la ampliación de los instrumentos de deuda pública denominados "Bonos del Gobierno Nacional en Dólares Estadounidenses Libor 2012", la Secretaria de Finanzas y de Hacienda dispuso que estos títulos se coloquen a precio de mercado, por suscripción directa al Banco de Desarrollo Económico y Social de Venezuela por un total de 300 millones de dólares. Los 300 millones de dólares se colocaron en dos tramos, en mayo y junio del 2005, con precios muy diferentes en las dos emisiones, como se puede observar en el cuadro 6.42, en donde presentamos todas las emisiones que el gobierno realizó en el 2005 por medio de colocación directa. En julio del mismo año, se amplió el monto que el gobierno de Venezuela adquiriría de títulos públicos argentinos a 500 millones.

Se puede observar en el cuadro 6.42 la gran disparidad que existe en relacion al rendimiento que tuvieron los diferentes tramos de colocación. En el primer tramo de emision el precio que pagó el Gobierno de Venezuela fue de U\$D 85,55 para recibir dentro de 3,73 años U\$D 100, con un rendimiento del 9,52%. En la segunda colocación el rendimiento fue muy inferior a la primera, 7,81, reduciendose en 171 puntos básicos con respecto a la colocación de los Boden 2012 en el primer tramo, situación que cobra importancia si tenemos en cuenta que el tiempo entre una colocación y otra fue de 37 días. El elevado rendimiento que pago el gobierno argentino en la colocación de mayo se puede explicar por el *spread* con respecto los bonos del Tesoro de Estados Unidos que se toman como referencia para medir el riesgo país. El mismo se encontraba 165 puntos básicos por encima del registrado en junio cuando tuvo lugar la segunda colocación de los Boden 2012 en el mercado primario. Pero dentro de este período

también se realizaron dos licitaciones públicas de Boden 2012, que fueron las primeras emisiones públicas en dólares a partir de la salida de *default* del gobierno argentino que explicaremos más adelante. Las cuatro últimas emisiones de Boden 2012 que se realizaron en el año 2005 correspondieron a dos colocaciones directas, tres de ellas nuevamente al Gobierno de Venezuela, y una fue adquirida por la provincia de Santa Cruz. Las mismas se llevaron a cabo a un costo menor en relación a la primera emisión que se realizó en este año..

Cuadro 6.42. Emisiones de los Boden 2012 en el 2005

| Instrumento | Fecha de vencimiento | Cupón | Fecha de colocación privada | Amortización | Valor nominal (millones de U\$D) | Valor efectivo (millones de U\$D) | Precio de emisión | Rto. | Vto residual(*) |
|---------------------------|----------------------|-----------------|-----------------------------|-----------------------|----------------------------------|-----------------------------------|-------------------|-------|-----------------|
| 2005 | | | | | | | | | |
| Boden 2012 ⁽¹⁾ | 03/08/2012 | Libor semestral | 06/05/2005 | 8 cuotas de 12,5%(**) | 117 | 100 | 85,55% | 9,52% | 3,73 |
| Boden 2012 ⁽¹⁾ | 03/08/2012 | Libor semestral | 13/06/2005 | 8 cuotas de 12,5%(**) | 221 | 200 | 90,48% | 7,81% | 3,61 |
| Boden 2012 ⁽¹⁾ | 03/08/2012 | Libor semestral | 26/07/2005 | 8 cuotas de 12,5%(**) | 219 | 200 | 91,15% | 8,01% | 3,52 |
| Boden 2012 ⁽¹⁾ | 03/08/2012 | Libor semestral | 26/09/2005 | 8 cuotas de 12,5%(**) | 189 | 150 | 79,50% | 7,68% | 3,84 |
| Boden 2012 ⁽²⁾ | 03/08/2012 | Libor semestral | 26/09/2005 | 8 cuotas de 12,5%(**) | 50 | 40 | 79,50% | 7,68% | 3,84 |
| Boden 2012 ⁽¹⁾ | 03/08/2012 | Libor semestral | 13/12/2005 | 8 cuotas de 12,5%(**) | 496 | 390 | 78,68% | 8,83% | 3,63 |
| Boden 2012 ⁽¹⁾ | 03/08/2012 | Libor semestral | 16/12/2005 | 8 cuotas de 12,5%(**) | 270 | 210 | 77,65% | 9,22% | 3,62 |
| Total | | | | | 557 | 500 | | | |

(*)Corresponde al período que resta desde el momento de la licitación. (**)Las cuotas de amortización se pagan con frecuencia anual de forma consecutiva a partir del 3 de agosto del 2005. (1)Colocación directa al gobierno de Venezuela. (2)Colocación directa a la Provincia de Santa Cruz

Fuente: Datos del MECON

El 18 de julio Argentina emite otro tramo de Boden 2012, en este caso por medio de licitación pública, la cual se convierte en la primera emisión pública de un título en dólares luego de la declaración del *default*. Esta emisión se realizó con el objetivo de obtener financiamiento para pagar deuda que vencía, ya que no se realizaron acuerdos con el FMI por lo que Argentina solo podía absorber dólares por medio del mercado de capitales. El resultado de la licitación fue significativo, ya que por un lado, la demanda triplicó la oferta, y por el otro se lograron bajar las tasas. Sin embargo, aunque el gobierno tenía previsto emitir 500 millones de dólares, solo logró colocar 442 millones en pesos, ya que la tasa a la cual debía colocarlos era más barata de lo que cotizan estos bonos en el mercado secundario.

Las primeras licitaciones públicas del Boden 2012 que se realizaron en el mercado primario en el 2005 pagaron una tasa de 7,83% y se realizaron con 15 días de diferencia, cuyas características se pueden observar en el cuadro 6.43. Lo que llama la atención es que el gobierno realizó anteriormente cinco operaciones de colocación directa de este bono durante

este período, y dos de las mismas fueron más costosas que las licitadas en el mercado primario, ya que pagaron una tasa del 9,52% en mayo y en julio del 8,01%¹²⁷.

En agosto del 2005 el Tesoro vuelve a emitir Boden 2012, esta vez para intentar limitar el impacto sobre el tipo de cambio de la inyección de dólares que se iba a registrar a causa del pago de la primera amortización del capital de este mismo bono. Si bien la tasa que pago el gobierno por estos bonos fue menor a las anteriores emisiones, no se compró los 500 millones previstos, sino 349 millones, mientras que las ofertas llegaron a superar los 1400 millones de dólares. Esta emisión fue muy importante, ya que la mayoría de los inversores que participaron en la licitación eran del exterior, lo cual reafirmaba el interés de los mismos por los títulos argentinos y deja el camino abierto para que el ministerio de economía planifique emisiones en los mercados internacionales. Sin embargo, recordemos que las últimas emisiones del año, dos colocaciones directas, fueron muy costosas en relación a las que se habían realizado anteriormente (8,83% y 9,22%, con una diferencia entre las dos emisiones de tres días).

Cuadro 6.43. Licitación pública de los Boden 2012 en el 2005

| Instrumento | Licitación pública | Fecha de vencimiento | Cupón | Amortización | Valor nominal (millones de U\$D) | Valor efectivo (millones de U\$D) | Precio de emisión | Rto | Vto. residual(*) |
|-------------|--------------------|----------------------|-----------------|-----------------------|----------------------------------|-----------------------------------|-------------------|-------|------------------|
| 2005 | | | | | | | | | |
| Boden 2012 | 18/07/2005 | 03/08/2012 | Libor semestral | 8 cuotas de 12,5%(**) | 442 | 403 | 91,25% | 7,83% | 3,54 |
| Boden 2012 | 03/08/2005 | 03/08/2012 | Libor semestral | 8 cuotas de 12,5%(**) | 350 | 274 | 78,20% | 7,84% | 3,99 |
| Total | | | | | 792 | 677 | | | |

(*) Corresponde al período que resta desde el momento de la licitación. (**) Las cuotas de amortización se pagan con frecuencia anual de forma consecutiva a partir del 3 de agosto del 2005.

Fuente: Datos del MECON

Los Bonden 2012 en el 2006 fueron íntegramente emitidos por medio de colocación directa, cuyas características se presentan en el cuadro 6.44. Estos títulos fueron adquiridos en su mayor parte por el gobierno de Venezuela, el cual acumuló hasta fines del 2007 aproximadamente el 15% del total de Boden 2012 en circulación. La razón por la cual el gobierno argentino acude al financiamiento directo de Venezuela se debió en parte a la licitación de un nuevo bono que el Estado argentino había intentado realizar meses antes, los Boden 2015.

La primera licitación de estos bonos se declaró desierta ya que el gobierno no convalidó las tasas que el mercado le exigía por emitir títulos en dólares a diez años, a tasa fija y amortización al vencimiento (este bono se explicará a continuación). A partir de este hecho, al gobierno le resultó difícil volver al mercado de capitales por medio de licitaciones públicas a plazos más largos, con lo cual realizó emisiones directas para cubrir las necesidades más inmediatas.

Volviendo a las colocaciones del Boden 2012 realizadas durante el año 2006, en el cuadro 6.44 se puede observar la disparidad de los precios y los rendimientos. Vemos que el primer Boden

¹²⁷ Esta información se muestra en el cuadro 5.41

que se colocó lo hizo con un rendimiento del 8,49%, y en la segunda colocación que se realizó ocho días más tarde, el rendimiento había disminuido a 8,25%, y aproximadamente quince días más, el rendimiento había bajado 47 puntos básicos más, llegando a 7,78%.

Cuadro 6.44. Colocación directa de los Boden 2012 en el 2006

| Instrumento | Colocación privada | Fecha de vencimiento | Cupón | Amortización | Valor nominal (millones de USD) | Valor efectivo (millones de USD) | Precio de emisión | Rto. | Vto. residual(*) |
|-------------|--------------------|----------------------|-----------------|-----------------------|---------------------------------|----------------------------------|-------------------|-------|------------------|
| 2006 | | | | | | | | | |
| Boden 2012 | 19/01/2006 | 03/08/2012 | Libor semestral | 8 cuotas de 12,5%(**) | 312 | 250 | 80,03% | 8,49% | 3,53 |
| Boden 2012 | 27/01/2006 | 03/08/2012 | Libor semestral | 8 cuotas de 12,5%(**) | 308 | 250 | 81,08% | 8,25% | 3,50 |
| Boden 2012 | 14/02/2006 | 03/08/2012 | Libor semestral | 8 cuotas de 12,5%(**) | 308 | 250 | 81,13% | 7,78% | 3,46 |
| Boden 2012 | 21/02/2006 | 03/08/2012 | Libor semestral | 8 cuotas de 12,5%(**) | 307 | 250 | 81,35% | 7,63% | 3,46 |
| Boden 2012 | 09/05/2006 | 03/08/2012 | Libor semestral | 8 cuotas de 12,5%(**) | 239 | 200 | 83,68% | 7,52% | 3,23 |
| Boden 2012 | 07/06/2006 | 03/08/2012 | Libor semestral | 8 cuotas de 12,5%(**) | 243 | 200 | 82,45% | 8,33% | 3,14 |
| Boden 2012 | 27/06/2006 | 03/08/2012 | Libor semestral | 8 cuotas de 12,5%(**) | 245 | 200 | 81,63% | 9,14% | 3,10 |
| Boden 2012 | 17/07/2006 | 03/08/2012 | Libor semestral | 8 cuotas de 12,5%(**) | 482 | 400 | 82,95% | 8,57% | 3,04 |
| Boden 2012 | 31/10/2006 | 03/08/2012 | Libor semestral | 8 cuotas de 12,5%(**) | 420 | 300 | 71,45% | 7,39% | 3,25 |
| Total | | | | | 2865 | 2300 | | | |

(*) Corresponde al período que resta desde el momento de la licitación. (**) Las cuotas de amortización se pagan con frecuencia anual de forma consecutiva a partir del 3 de agosto del 2005.

Fuente: Datos del MECON

MERCADO SECUNDARIO

Para poder explicar el comportamiento de los Boden 2012 es necesario observar los precios y los montos negociados de estos bonos en el mercado secundario. Por un lado, analizamos la evolución de los mismos además de observar como se comportaron los precios cada uno de los días en los cuales se emitieron en el mercado primario. El Boden 2012 es uno de los títulos públicos con mayor stock en circulación y volumen de negociación en el mercado secundario. Como se puede observar en el cuadro 6.45 el stock en circulación de los Boden 2012 representa un 14,4% del total de bonos públicos en circulación a fines del 2007.

El volumen en circulación residual disminuyó ya que este título amortiza el capital en cuotas parciales. Este título fue el único que continuó emitiéndose a partir de la finalizacoín del canje, con lo cual es necesario analizar detalladamente tanto la evolución de los precios como su volumen de negociación, ya que su comportamiento es fundamental para la toma de decisiones acerca de la posibilidad de emitir títulos en moneda externa.

Cuadro.6.45. Volumen en circulación de Boden 2012
 (stock al final del periodo, en miles de u\$s)

| | Valor nominal original en circulación | Valor nominal residual en circulación (*) | % de stock total de bonos públicos |
|------------|---------------------------------------|---|------------------------------------|
| 31/12/2003 | 11.170.532 | 11.170.532 | 12,33% |
| 31/12/2004 | 10.977.060 | 10.977.060 | 13,34% |
| 31/12/2005 | 13.696.211 | 11.984.185 | 18,30% |
| 31/12/2006 | 17.596.132 | 13.197.099 | 17,03% |
| 30/09/2007 | 17.435.195 | 10.898.291 | 14,38% |

(*) Valor nominal original (VNO) menos amortizaciones vencidas

Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

Cuando fueron emitidos por primera vez en el año 2002, los Boden 2012 representaban el 18% del total de bonos públicos emitidos en moneda externa. En ese mismo año, el 71% de los títulos públicos estaban emitidos en monedas diferentes a la doméstica. Los Boden 2012 han aumentado su participación hasta el año 2006 en el total de los bonos en moneda externa por dos razones: en primer lugar, gracias al aumento de emisiones de estos títulos, y en segundo lugar, por la pesificación de títulos que originariamente habían sido emitidos en dólares, con lo cual el volumen total de títulos en dólares también disminuyó en relación al total de deuda. Sin embargo, su participación disminuye a partir del 2006 y el 2007, al realizarse nuevas emisiones de Boden 2015 y Bonar, ambos títulos en dólares estadounidense. Hasta septiembre del 2007 los Boden 2012 representan un 21% del total de títulos emitidos en dólares, y un 14% del total de deuda emitida en forma de bonos públicos.

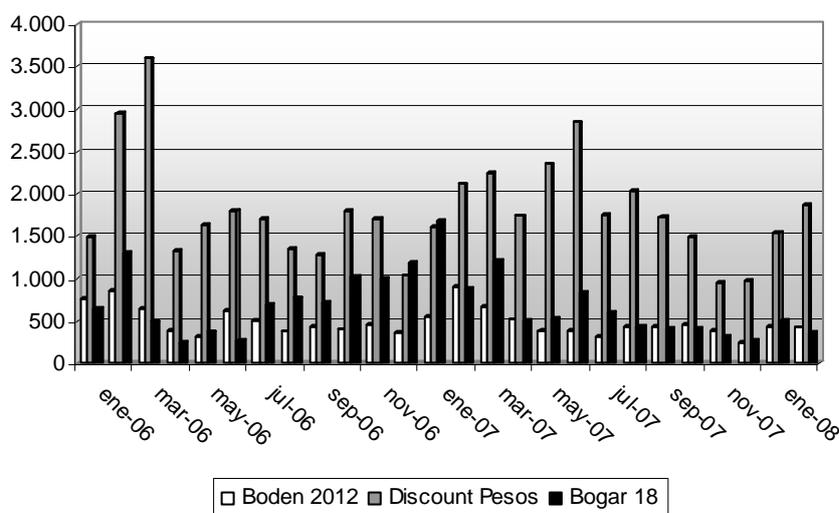
En cuanto a la negociación en el mercado secundario, el Boden 2012 es el título en dólares más líquido, representando en promedio durante el año 2006, un 7% del total del volumen negociado en el Mercado Abierto Electrónico (MAE), ubicándose en la mayor parte del 2006 en la tercera posición del ranking de títulos más negociados, luego del bono Discount y el Bogar 18 ambos denominados en pesos y ajustado por CER¹²⁸. Sin embargo, durante el 2007 la participación de este bono en la negociación de todos los títulos públicos disminuyó, en primer lugar por un aumento de la participación del bono Discount, pero también por el mayor protagonismo que mostró el Bogar 18, un título emitido en el 2002 con el objetivo de canjear títulos de deuda de las provincias argentinas por títulos garantizados tanto por el Gobierno Nacional como por los ingresos de la coparticipación. En el gráfico 6.21. se puede observar los montos negociados en el MAE entre el 2006 y el 2008 del Boden 2012, y de dos de los bonos más negociados: Discount y el Bogar 18.

Los mayores montos negociados en la mayoría de los periodos son los dos bonos en pesos que se emitieron en el proceso de reestructuración (Discount y Bogar 18). Es decir que el bono en dólares es menos líquido en términos de volumen negociado que dos de los bonos en pesos que ajustan su capital por CER. Si bien los títulos indexados a la inflación son menos líquidos, ya que los tenedores los mantienen hasta el vencimiento, debido a que el inversor se encuentra protegido contra el riesgo de pérdida de valor de sus títulos por el aumento de la inflación (Jeanneau y Tovar; 2006). Se observa que éste no es el caso de los Discount y los Bogar 18 que superan en volumen de negociación a todos los bonos públicos en circulación.

¹²⁸ Estos títulos formaron parte del proceso de reestructuración de deuda pública que finalizó en marzo del 2005.

El mayor volumen negociado de los títulos indexados a la inflación se puede explicar, en parte, por el aumento de las expectativas inflacionarias que comenzaron a surgir a mediados del 2006, lo que llevó a un aumento de los bonos que estaban indexados a la variación del tipo de cambio. Por otro lado, esta situación tiene una explicación cuando observamos las características propias del Discount: mientras que el Boden 2012 paga un cupón cuya tasa es igual a la tasa Libor semestral, la cual llegó a su máximo valor de 5,58% en julio del 2006, el bono Discount paga un 5,83% de tasa cupón fija.

Gráfico 6.21. Volumen de negociación
 (2006 en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la BCBA y del MAE

El Bogar 2018, por su parte, paga una tasa cupón del 2% pero amortiza mensualmente el capital, lo cual hace que el inversor recupere parte de la inversión rápidamente. Sin embargo, podemos ver que a partir de mediados del 2007, el volumen negociado de los Bogar 18 disminuyó hasta llegar a los niveles del Boden 2012.

Otra variable que observamos en el mercado secundario es la evolución de los precios. En el cuadro 6.46 se muestra como se comportaron los precios en el mercado primario y en el mercado secundario cada una de los días de licitación de los Boden 2012 en el año 2005. Es necesario aclarar como presentamos los datos del mercado primario y del mercado secundario. No se presenta ningún problema cuando analizamos los títulos en moneda local, ya que los precios están en base 100, sin embargo, cuando los títulos están denominados en moneda externa, es necesario aplicar el tipo de cambio para poder homogeneizar los precios en el mercado primario y en el mercado secundario. Si un bono tuvo alguna amortización previa, los 100 pesos de valor nominal tienen un valor residual menor, lo que llevará a una disminución en el precio de cotización del bono a medida que el mismo realice pagos parciales del capital.

Los precios de los títulos en el mercado secundario de los bonos en dólares se presentan cada 100 de valor nominal, pero en pesos argentinos. Un ejemplo de ello es que el día 6 de mayo el Boden 2012 cotizó a 247,65 pesos cada 100 dólares de valor nominal del título, si le aplicamos

el tipo de cambio publicado por el Banco Central de la República Argentina del día, el precio del bono en dólares cada 100 de valor nominal corresponde a 85,49 dólares.

Cuadro 6.46. Relación entre el precio de emisión y el precio en el mercado secundario (2005)

| Instrumento | Fecha de licitación o colocación privada | Precio de emisión (*) | Rendimiento | Margen s/UST | Precio de mercado el día de la emisión (**) |
|---------------------------|--|-----------------------|-------------|--------------|---|
| Boden 2012 ⁽¹⁾ | 06/05/2005 | 85,55% | 9,52% | 565 | 85,48 |
| Boden 2012 ⁽¹⁾ | 13/06/2005 | 90,48% | 7,81% | 400 | 88,48 |
| Boden 2012 | 18/07/2005 | 91,25% | 7,83% | 389 | 90,30 |
| Boden 2012 ⁽¹⁾ | 26/07/2005 | 91,15% | 8,01% | 399 | 89,89 |
| Boden 2012 | 03/08/2005 | 78,20% | 7,84% | 389 | 88,11 |
| Boden 2012 ⁽¹⁾ | 26/09/2005 | 79,50% | 7,68% | 359 | 90,21 |
| Boden 2012 ⁽²⁾ | 26/09/2005 | 79,50% | 7,68% | 359 | 90,21 |
| Boden 2012 ⁽¹⁾ | 13/12/2005 | 78,68% | 8,83% | 440 | 89,75 |
| Boden 2012 ⁽¹⁾ | 16/12/2005 | 77,65% | 9,22% | 487 | 89,11 |

(*) Precio publicado por el Ministerio de Economía. (**) Precio de mercado, datos Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
 (1) Colocación directa al gobierno de Venezuela. (2) Colocación directa a la Provincia de Santa Cruz

Fuente: Datos del MECON

Para poder comparar los precios a los cuales se emite el título y los precios en el mercado secundario, es necesario utilizar el tipo de cambio, un elemento distorsivo ya que si el tipo de cambio varía por condiciones exógenas y el precio en el mercado secundario permaneció sin cambios, la cotización del bono expresado en la moneda de emisión varía por cuestiones que no tienen que ver con las condiciones de oferta y demanda del título. Como se puede observar en el cuadro 6.46 hasta la emisión del 26 de junio los precios en el mercado secundario son menores a los que el gobierno argentino colocó los Boden 2012 en el mercado primario, lo que significa que el gobierno argentino consiguió endeudarse a un costo más bajo de lo que el mercado le asignaba.

El 3 de agosto del 2005, además de realizarse una nueva licitación, comienza los pagos de amortización, no nos olvidemos que este bono amortiza el capital en ocho cuotas anuales de 12,5% cada una. El bono en el mercado primario ahora se licita por un valor nominal de 875 dólares, con lo cual el precio de corte no nos es útil para compararlo con el precio del bono en el mercado secundario.

En el cuadro 6.47 los precios de emisión del mercado primario están relacionados con el valor residual, es decir, no sobre los 1000 de valor nominal, sino sobre lo 875 de valor residual hasta agosto del 2006, en donde el nominal vuelve a disminuir ya que se paga la segunda cuota de amortización. De la manera que están presentados los datos, el precio de emisión ahora se calcula sobre este último valor, por ello es que los precios de emisión son muy inferiores a los del mercado secundario.

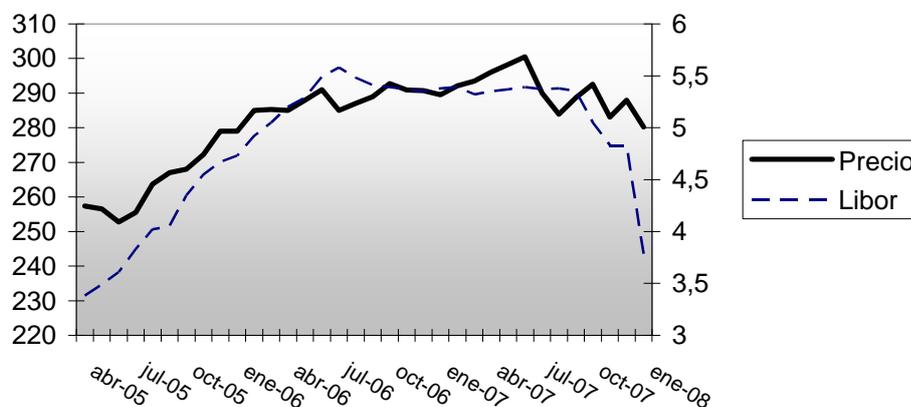
Cuadro 6.47. Relación entre el precio de emisión y el precio en el mercado secundario (2006)

| Instrumento | Fecha de colocación privada | Precio de emisión | Rendimiento | Margen s/UST | Precio de mercado el día de la emisión |
|----------------|-----------------------------|-------------------|-------------|--------------|--|
| Boden 2012 (*) | 19/01/2006 | 80,03% | 8,49% | 418 | 92,24 |
| Boden 2012 (*) | 27/01/2006 | 81,08% | 8,25% | 381 | 93,34 |
| Boden 2012 (*) | 14/02/2006 | 81,13% | 7,78% | 311 | 92,75 |
| Boden 2012 (*) | 21/02/2006 | 81,35% | 7,63% | 298 | 92,76 |
| Boden 2012 (*) | 09/05/2006 | 83,68% | 7,52% | 253 | 94,25 |
| Boden 2012 (*) | 07/06/2006 | 82,45% | 8,33% | 334 | 93,98 |
| Boden 2012 (*) | 27/06/2006 | 81,63% | 9,14% | 393 | 94,71 |
| Boden 2012 (*) | 17/07/2006 | 82,95% | 8,57% | 348 | 94,66 |
| Boden 2012 (*) | 31/10/2006 | 71,45% | 7,39% | 272 | 93,25 |

Fuente: Datos del MECON

Por otro lado, al comparar la tasa de retorno del bono en el momento de la emisión con su cotización en el mercado secundario nos resulta difícil ya que el título paga un cupón variable, referenciado a la tasa Libor a seis meses y deberíamos estimar esta tasa para los futuros pagos. En el gráfico 6.22 se presenta la evolución de los precios en el mercado secundario y la tasa Libor, a la cual se encuentran referenciados los cupones. Se puede observar en la mayoría de los períodos la misma tendencia de ambas variables a lo largo del año 2005 y el 2006.

Gráfico 6.22. Evolución de los precios del Boden 2012 y de la tasa Libor



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la BCBA y British Bankers' Association

En julio del 2006 la tasa Libor, había llegado a su máximo valor luego de crecer de manera casi continua a lo largo de los años anteriores. Sin embargo, en agosto comenzó la caída de esta tasa de interés, lo que podemos señalar como una de las causas de la salida de los inversores y la caída de los precios de estos bonos. En el mismo período pero del año 2007, la economía mundial se encontraba con un panorama poco alentador. Por un lado, la crisis hipotecaria de Estados Unidos que explicamos anteriormente, además de la sospecha de recesión de este

país que provocó la variabilidad que observamos en las cotizaciones de los bonos, lo cual no guarda ningún tipo de relación con la evolución de la Libor.

Como puede observar en el gráfico 6.22 la Libor experimentó una caída importante a principios del 2008, al igual que las tasas de interés de los principales centros financieros, siguiendo la política de disminución de tasas de la Reserva Federal de los Estados Unidos. El problema de los bonos que se encuentran referenciados a los tipos de interés no es que estos bajen, sino que suban y que al gobierno le sea más costoso cumplir con los servicios de la deuda que en este caso serían el pago de cupones. Las expectativas inflacionarias llevarían a que los inversores o bien se cubran con títulos en moneda externa o bien compren títulos indexados por la inflación.

Pero ante la duda de la veracidad del indicador del índice de precios al consumidor, el inversor elegirá bonos indexados?, depende de la política del banco central. En el caso de Argentina, el BCRA intenta mantener el tipo de cambio en determinadas bandas, es decir, no baja de \$3, pero no sube más allá de los \$3,20. Por lo que, si el tipo de cambio fluctuaría libremente, una depreciación del tipo de cambio haría que los agentes económicos se vayan hacia activos en dólares para no perder el poder adquisitivo de sus activos, lo que provocaría una importante demanda de dólares, con lo cual aumentaría su precio, y la moneda doméstica se depreciaría aun más. Si la inflación está subestimada, los inversores se trasladarían hacia los bonos que están denominados en moneda externa, para protegerse del riesgo de tipo de cambio. Además la caída de los precios se asoció a una venta masiva de títulos por parte del gobierno venezolano, que al tener una proporción significativa de estos títulos en el mercado, ayudó a la volatilidad de los precios en el mercado secundario.

6.3.3.4. Boden 2015

Los Bonos del Estado Nacional 2015 fueron las primeras emisiones por medio de licitación pública en el mercado local que se realizaron en moneda externa a tasa fija, con amortización al vencimiento y con una vida cercana a los diez años. La tasa cupón de estos bonos esta fijada al 7%, se pagan en forma semestral el 3/04 y el 3/10 de cada año. La primera licitación de estos bonos, el 21 de septiembre del 2005, se declaró desierta debido al alto rendimiento que le exigía el mercado para adquirir un título a tasa fija. Sin embargo, el gobierno realizó una licitación pública que fue poco transparente, y hasta la actualidad solo colocó este título por medio de colocación directa, principalmente al gobierno de Venezuela.

Los Boden 2015 fueron únicos títulos a medio plazo que se emitieron por medio de colocación directa a lo largo del 2007. Si bien las primeras emisiones (2005) no representaban un volumen en circulación importante dentro del total de títulos en circulación, sin embargo, a través de las cuatro colocaciones directas en el 2007, su participación en el volumen total en circulación, llegando a representar un 3% del total.

MERCADO PRIMARIO

La licitación de este título marcó el primer intento del gobierno de emitir títulos con características estándar, es decir: cupón fijo, amortización al vencimiento, a la vez que el gobierno aumentaba el plazo de vencimiento de sus títulos de deuda, ya que desde el *default* solo había emitido bonos en el mercado voluntario con un vencimiento promedio de siete años y medio aproximadamente, el Boden 2014¹²⁹. Estos últimos títulos, a diferencia de los Boden 2015 se emitieron en moneda doméstica y ajustan el capital por el índice CER.

Los Boden 2015 no tuvieron un buen comienzo, ya que en la primera licitación pública, la tasa promedio ofrecida se ubicó en el 8,8%, lo que el Ministerio de Economía no convalidó, explicando que el rechazo daba señales de fortaleza, y de que para cumplir con sus obligaciones había fuentes alternativas de financiamiento¹³⁰. Cinco días más tarde realizó dos colocaciones directas de Boden 2012, una al gobierno de Venezuela y otra a la provincia de Santa Cruz, con un rendimiento del 7,7% aproximadamente, pero con un vencimiento de 3,84 años.

Un mes más tarde de la licitación fallida, convocó una nueva licitación de los Boden 2015, este escenario no era tan favorable como en la anterior, ya que el riesgo país se ubicaba 60 puntos básicos por encima, además que en ese período Estados Unidos había anunciado una subida de los tipos de interés. En esta ocasión, en varios artículos periodísticos se ponía en duda la composición de los participantes en la subasta, ya que el ministerio de economía. Antes de la licitación, el gobierno había publicado un comunicado con el precio al cual iban a ser licitados los títulos. Varios analistas de mercado sostenían que los participantes en esta licitación habían pagado una tasa inferior a la que hubiese comprado los bonos en el caso de que hubieses sido una licitación normal. Según un informe del Banco Río, los suscriptores del Boden 2015 pagaron cinco dólares más por cada cien de lo hubiesen pagado si la licitación se hubiese hecho a precios de mercado¹³¹. El Banco de la Nación Argentina adquirió el 78% de los títulos emitidos, lo cual pone en duda si en realidad la tasa que pagó el gobierno es el precio que el mercado está dispuesto a aceptar por financiar al gobierno. Luego de la licitación el Ministerio de Economía no brindó una información completa de los inversores que habían participado en la misma, y dos días más tarde, confirmó que de los 572 millones de dólares que se adjudicaron, 300 millones fueron comprados por el gobierno Venezolano¹³². La primer información de que el Banco de la Nación había comprado un porcentaje tan elevado de títulos no era errónea, ya que el gobierno de Venezuela canalizó los fondos a través de esta entidad.

A pesar de los problemas con la subasta, la participación del gobierno Venezolano en la licitación pública no es lo que lleva a generar incertidumbre en el mercado, sino la falta de información, ya que por un lado, su participación no había sido informada con anterioridad por el gobierno argentino, y por el otro, no se publicó la información completa con posterioridad a la licitación.

¹²⁹ Si bien el Boden 2014 es un título con un plazo original de diez años ya que la fecha de emisión que tiene este título es del 30 de septiembre del 2004, la primera emisión efectiva se realizó 4 de mayo del 2005. Por ello es que hablamos de plazo de vencimiento promedio que corresponde al período entre la fecha que estemos considerando y la fecha de vencimiento.

¹³⁰ Página 12, (2005).

¹³¹ La Nación, (2005).

¹³² Clarín, (2005).

Por otro lado, a fines de noviembre del 2005 el gobierno abrió una licitación para comprar bonos en circulación. La recompra de títulos públicos formaba parte de los compromisos que había asumido el gobierno con los tenedores de bonos en *default* en el momento del canje de deuda a principios de este año. A partir de la presentación de los bonos por parte de los inversores, aquellos elegidos por el gobierno fueron los Boden 2015 que habían sido emitidos un mes atrás y los Boden 2012. La transacción llevó más dudas acerca de la transparencia de las negociaciones que realizaba el gobierno con los bonos, ya que compró los mismos Boden 2015 al Banco de la Nación Argentina al precio de 87,5% dado que en el momento de la emisión habían sido adjudicados a un precio de 89,09%. Por otro lado, estos bonos en el mercado secundario cotizaban al precio de 89% dólares cada 100 de valor nominal. La recompra de deuda, así como la sospecha posteriormente confirmada de que el gobierno Venezolano compró nuevamente gran parte de los Bonden 2015 en la segunda licitación pública que se llevó a cabo a fines de octubre, provocó dudas en relación a la transparencia de las emisiones en el mercado primario, lo que perjudicó la emisión de títulos posteriores.

Varios analistas de mercado sostenían que Argentina no estaba aprovechando las condiciones favorables que se mostraban en el mercado, como por ejemplo, la elevada demanda que habían tenido otras emisiones públicas a lo largo del año (en referencia a la emisión de los Boden 2014), tanto por las condiciones internas como el crecimiento del PIB, como por las condiciones externas como la baja de las tasas de Estados Unidos. Durante el 2006 no se emitieron Boden 2015, sí se realizaron cuatro emisiones en el 2007 por medio de colocación directa al gobierno de Venezuela. En el cuadro 6.48 se puede observar las condiciones mencionadas de las diferentes colocaciones de estos bonos. En este cuadro se observa que el rendimiento de las últimas emisiones del Boden 2015 pagan un rendimiento elevado en relación a las emisiones anteriores de este mismo título, así como a otros títulos emitidos en el mercado primario en el mismo período.

Cuadro 6.48. Emisiones de los Boden 2015 años 2005-2007

| Instrumento | Fecha de licitación | Fecha de vencimiento | Cupón | Amortización | Valor nominal (millones de U\$D) | Valor efectivo (millones de U\$D) | Precio de emisión | Rto | Vto. residual(*) |
|-----------------|---------------------|----------------------|-------|----------------|----------------------------------|-----------------------------------|-------------------|--------|------------------|
| 2005 | | | | | | | | | |
| Boden 2015 | 21/09/2005 | 03/10/2015 | 7% | Al vencimiento | | 0 | | | 9,93 |
| Boden 2015 | 26/10/2005 | 03/10/2015 | 7% | Al vencimiento | 632 | 563 | 89,09% | 8,75% | 9,93 |
| 2007 | | | | | | | | | |
| Boden 2015 (**) | 13/02/2007 | 03/10/2015 | 7% | Al vencimiento | 779 | 750 | 96,33% | 8,02% | 8,63 |
| Boden 2015 (**) | 06/08/2007 | 03/10/2015 | 7% | Al vencimiento | 605 | 500 | 82,65% | 10,69% | 8,15 |
| Boden 2015 (**) | 13/11/2007 | 03/10/2015 | 7% | Al vencimiento | 604 | 500 | 82,77% | 10,43% | 7,88 |
| Boden 2015 (**) | 28/12/2007 | 03/10/2015 | 7% | Al vencimiento | 503 | 414 | 82,83% | 10,72% | 7,77 |
| Total | | | | | 2490 | 2164 | | | |

(*) Corresponde al período que resta desde el momento de la licitación. (**) Colocación directa

Fuente: Datos del MECON

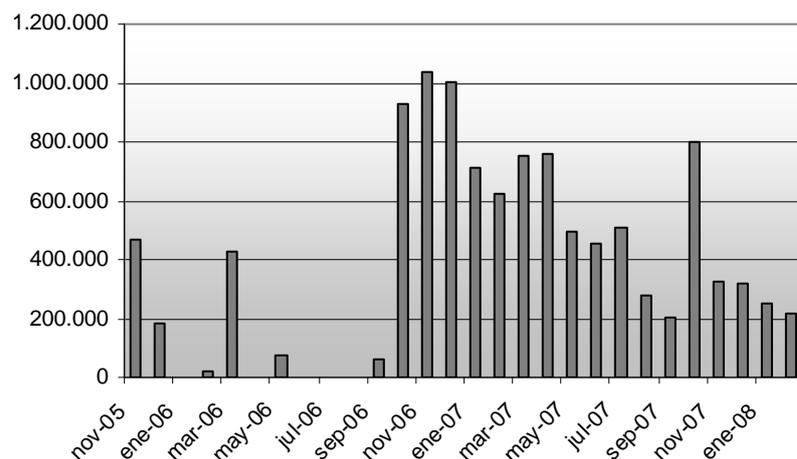
Como mencionamos anteriormente, las colocaciones directas al gobierno de Venezuela se realizan a precios de mercado. Estas emisiones nos están mostrando dos cuestiones: la primera es la variabilidad de los rendimientos en el mercado, y la segunda, la incapacidad que en ese momento tenía el gobierno de financiarse emitiendo títulos en el mercado primario. Una de las causas de ello es la crisis hipotecaria de Estados Unidos, y la caída generalizada de los precios de los bonos de los mercados emergentes que se produjo prácticamente durante toda la mitad del 2007.

MERCADO SECUNDARIO

El Boden 2015, como lo señalamos anteriormente, fue el primer bono que se emitió en el mercado con características estándar, excepto por la moneda de emisión del título. La liquidez de los Boden 2015 es baja, lo cual se puede observar en el bajo volumen de negociación de estos bonos en el mercado secundario. Además, cotizan pocos días a la semana y la cantidad de operaciones es pequeño en relación a otros títulos en el mercado, como los Boden 2012, que son títulos también en dólares pero con cupón variable.

En el gráfico 6.23 también se observa las oscilaciones del volumen de negociación de este título, lo que sucede en la mayoría de los bonos públicos en el mercado secundario. Hasta fines del 2006 el volumen negociado de estos títulos era muy pequeño. A modo comparativo a lo largo del 2006 el volumen de negociación del Boden 2012 en el Mercado Abierto Electrónico (MAE) fue de 650 millones de dólares mensuales, cuando el mayor volumen negociado de los Boden 2015 en este mismo mercado se produjo en noviembre del 2006 negociándose alrededor de 103 millones de dólares.

Gráfico 6.23. Volumen negociado (en millones de dólares)

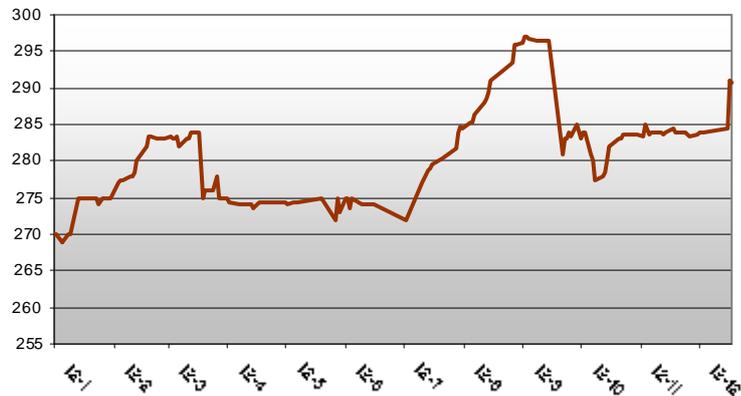


Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y de la BCBA

En cuanto a la evolución de las cotizaciones, en el gráfico 6.24 se observa que los meses posteriores a su emisión, los precios de los Boden 2015 evolucionaban de manera creciente.

Sin embargo, a principios del 2006 los precios declinaron, para volver a la senda creciente a mediados de este año.

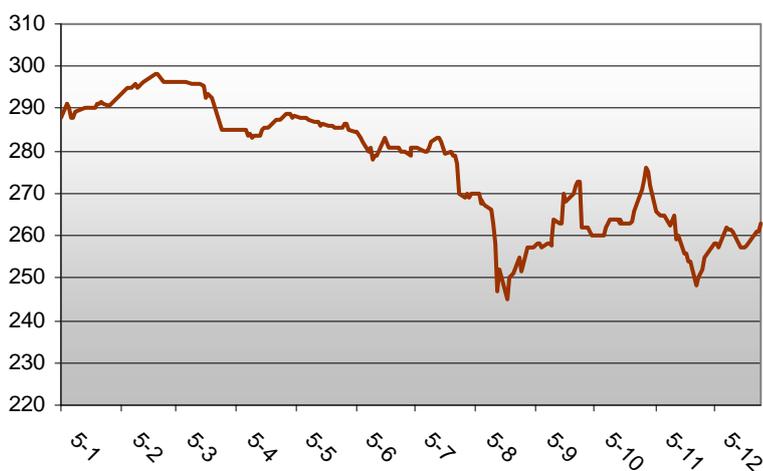
Gráfico 6.24. Evolución de los precios del Boden 2015 durante el 2006



Fuente: Elaboración propia en base a datos BCBA

A lo largo del 2007 creció tanto el número de operaciones como los días que el título cotizó en el mercado. Sin embargo, como se puede ver en el gráfico 6.25, los precios cayeron de manera continua a lo largo de todo el año. Si bien estos títulos no son muy representativos en el mercado de bonos públicos en Argentina, son los primeros que se emitieron a tasa fija, y con amortización al vencimiento, por ello resulta interesante observar su comportamiento en el mercado. Por otro lado, si bien no tuvieron un buen comienzo en el mercado, sentaron las bases para que al año siguiente se emitan otros títulos con tasa fija y amortización al vencimiento que veremos a continuación, los Bonar.

Gráfico 6.25. Evolución de los precios del Boden 2015 durante el 2007



6.3.3.5. Bonar V

Los títulos Bonar fueron una de las emisiones más importantes que realizó el gobierno argentino a partir de la reestructuración de la deuda, ya que la primera emisión de estos títulos significó la vuelta de Argentina al mercado internacional de capitales. Las emisiones de estos títulos comenzaron a realizarse en el 2006 por medio de licitación pública en el mercado de capitales, y a fines del 2007 representaban el 10,4% del total de bonos en moneda externa. Entre los Bonar, dependiendo del plazo y la moneda de emisión, se encuentran los Bonar V, VII, X, y los Bonar \$ V. En el cuadro 6.49 se presenta el volumen en circulación de los Bonar.

Cuadro 6.49. Valor nominal actualizado en circulación de los Bonar

| Denominación | 2006 | 2007 |
|----------------|-----------|-----------|
| BONAR V | 1.000.000 | 1.500.000 |
| BONAR VII | 1.000.000 | 1.500.000 |
| BONAR X | | 1.500.000 |
| BONAR ARG \$ V | | 484.967 |
| Total | 2.000.000 | 4.984.967 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

Los Bonar V representaron un paso importante por parte del gobierno en materia de títulos públicos. Por un lado, marcaron la vuelta de Argentina al mercado internacional de capitales, y por otro lado, hacia cinco meses que Argentina no colocaba títulos por medio de licitación pública, ya que a fines del 2005 y principios del 2006 solo emitió los Bonden 2012 por medio de colocación directa. Estos títulos están denominados en dólares estadounidenses, y fueron emitidos con un cupón fijo del 7% anual que se paga semestralmente todos los 28 de marzo y septiembre de cada año hasta su vencimiento. Estos títulos se emitieron con cinco años de vencimiento y son bonos bullet, es decir que la amortización del capital se realiza al vencimiento.

MERCADO PRIMARIO

A partir del 22 de marzo del 2006 se emitieron 1500 millones dólares en tres tramos de 500 millones cada uno a lo largo de este año. En el primer tramo, el 22 de marzo, la tasa que pagó el gobierno argentino fue del 8,36%, cuando el Ministerio de Economía había pronosticado una tasa del 7,75%, es decir que el gobierno pagó una tasa superior a la que el organismo público había anunciado.

El 3 de mayo se emitió el segundo tramo con resultados más favorables, ya que logró reducir la tasa de endeudamiento hasta un 8,09%, y la demanda de bonos más que cuadruplicó la cantidad ofrecida por el gobierno. Sin embargo, en el último tramo nuevamente el costo de colocación fue del 8,34%, volviendo a los niveles de la primera emisión. En el cuadro 6.50. se presentan las condiciones de emisión de los Bonar V.

Cuadro 6.50. Condiciones de emisión de los Bonar V

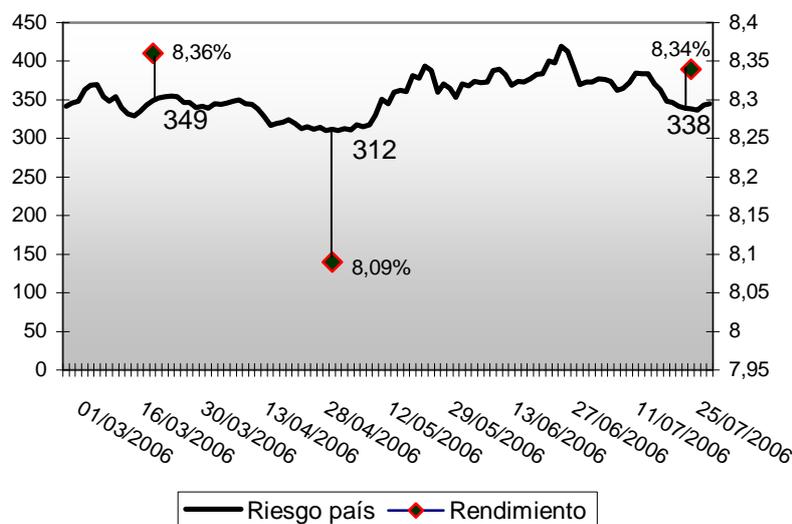
| Instrumento | Fecha de licitación | Vencimiento | Cupón | Amortización | Valor nominal (millones de USD) | Valor efectivo (millones de USD) | Precio de emisión | Rto. | Vto. residual(*) |
|-------------|---------------------|-------------|-------|------------------------|---------------------------------|----------------------------------|-------------------|-------|------------------|
| Bonar V | 22/03/2006 | 28/03/2011 | 7% | Integra al Vencimiento | 500 | 473 | 94,52% | 8,36% | 5,00 |
| Bonar V | 03/05/2006 | 28/03/2011 | 7% | Integra al Vencimiento | 500 | 482 | 96,42% | 8,09% | 4,89 |
| Bonar V | 26/07/2006 | 28/03/2011 | 7% | Integra al Vencimiento | 500 | 486 | 97,27% | 8,34% | 4,66 |

(*) Corresponde al período que resta desde el momento de la licitación.

Fuente: Datos del MECON

Cual es la causa de que en el mismo año con diferencia de dos meses entre cada una de las emisiones de los Bonar V se hayan producido estas variaciones de rendimiento? Las diferentes tasas de rendimiento coinciden con la variación del riesgo país, como se puede observar en el gráfico 6.26 se cumple la relación de que si la diferencia con respecto a los títulos del tesoro de Estados Unidos a diez años medida en puntos básicos (EMBI+) es mayor, más elevada es la tasa de rendimiento que tiene que pagar el gobierno argentino para financiarse¹³³.

Gráfico 6.26. Rendimiento de los Bonar V y evolución del riesgo país



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la BCBA y Ámbito Financiero

Sin embargo, no podemos señalar que esta sea la única causa del elevado costo que pagó el gobierno por estos bonos y por aquellos que se emitieron en el mercado a lo largo del 2006, ya que, como señalamos a lo largo del todo este capítulo, tanto en el 2006 como en el 2007 se produjeron numerosos hechos internos y externos que influyen sobre la confianza de los

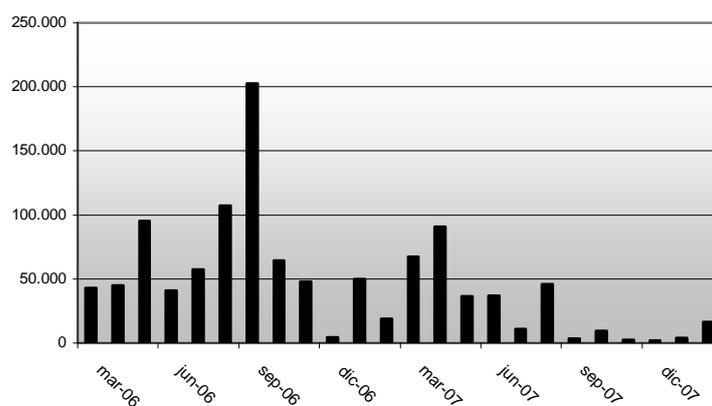
¹³³ El Emerging Market Bond Index+ (EMBI+) es un indicador que publica JPMorgan y mide la diferencia entre los rendimientos de los bonos soberanos en moneda externa de determinado país y el rendimiento de un bono soberano de Estados Unidos que se considera como benchmark. El riesgo país se mide en puntos básicos, y es el indicador más popular para medir el riesgo que tienen las inversiones en el país que se está considerando.

inversores, sobre todo de los inversores internacionales. En este período además se produjo una subida de tipos de Estados Unidos que llevó a una importante salida de capitales extranjeros desde los países emergentes hacia la plaza norteamericana, que produjo a su vez la caída de los precios de la mayoría de los títulos públicos en el mercado secundario. Este bono no se volvió a emitir durante el 2007, ya que en ese año el objetivo del gobierno era aumentar los plazos de emisión e intentar colocar deuda en moneda local sin ningún tipo de ajuste, lo que aún no había logrado.

MERCADO SECUNDARIO

El volumen de negociación del Bonar V fue importante los primeros meses de su primera colocación. Sin embargo, a partir de septiembre del 2007 cayó, sin volver a recuperarse como consecuencia de la salida de capitales de los países emergentes por la crisis de hipotecaria de Estados Unidos, (gráfico 6.27). Si bien las preferencias de los inversores por cambiar sus posiciones puede ser una de las causas de la caída del volumen de negociación, no podemos realizar esta afirmación sin antes observar cual fue el comportamiento de los precios de los Bonar V en el mercado secundario, y cual fue el comportamiento tanto del volumen de emisión como de negociación de los Bonar VII, títulos que se pueden considerar como sustitutos por sus características comunes.

Gráfico 6.27. Volumen negociado (MAE+BCBA)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y de la BCBA

Cuando comparamos los precios de las licitaciones en el mercado secundario y las cotizaciones el día de la licitación de los Bonar V, se puede observar que, si bien se encuentran cerca uno de otro, el gobierno en el mercado primario paga un rendimiento sensiblemente mayor al del mercado secundario, información que se presenta en el cuadro 6.51.

Sin embargo, esta pequeña variación puede ser causada por movimientos en el tipo de cambio, ya que los títulos en el mercado secundario cotizan en moneda local y es necesario aplicarle el tipo de cambio para poder comparar su precio de emisión con el precio en el mercado secundario. La evolución de los precios de los Bonar V en el 2006 se presentan en el gráfico.6.28. en el cual se observa que a lo largo del año los precios tuvieron una tendencia

creciente, que se interrumpe a fines de septiembre del 2006. Si bien vuelve a recuperar su tendencia alcista, el nivel de precios de donde parte es inferior, y para lo que resta del año, no logra volver a los niveles anteriores a la caída.

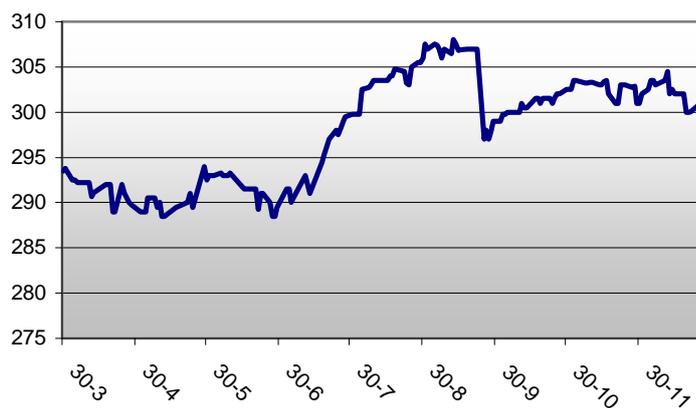
Cuadro 6.51. Relación entre el precio de emisión y el precio en el mercado secundario

| Instrumento | Fecha de emisión | Precio de emisión | Rendimiento | Margen s/UST | Precio del mercado secundario |
|-------------|------------------|-------------------|-------------|--------------|-------------------------------|
| 2006 | | | | | |
| Bonar V | 22/03/2006 | 94,52% | 8,36% | 367 | |
| Bonar V | 03/05/2006 | 96,42% | 8,09% | 338 | 94,96 |
| Bonar V | 26/07/2006 | 97,27% | 8,34% | 333 | 97,28 |

Fuente: Datos del MECON

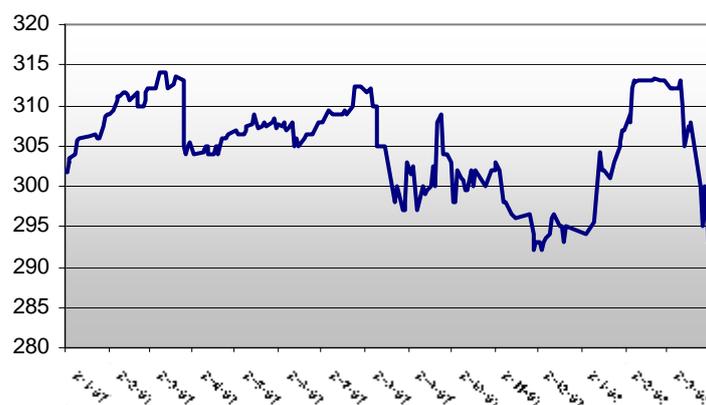
La situación de este bono empeoró en el año 2007, al igual que en el caso de la mayoría de los bonos públicos argentinos. A lo largo de todo el año 2007, como se observa en el gráfico 6.28., se puede observar una tendencia decreciente, que se debió en parte a la salida de los inversores a mantener activos en dólares por la incertidumbre acerca de la pérdida de valor de esta moneda. A principios del 2008, el anuncio de la disminución de la tasa de interés norteamericana llevó a un aumento de los precios de todos los bonos denominados en la moneda norteamericana, y el Bonar V no fue la excepción, ya que paga una tasa cupón del 7%, muy superior a la tasa de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos a diez años que en enero del 2008 llegó al 3,74%. A fines de febrero hasta abril del 2008 los Bonar V sufrieron una caída que dejó los precios de los mismos a los peores niveles del 2007, como se observa en el gráfico 6.29.

Gráfico 6.28. Evolución de los precios del Bonar V en el 2006



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la BCBA

Gráfico 6.29. Evolución de los precios del Bonar V en el 2007



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la BCBA

6.3.3.6. Bonar VII

El Bonar VII presenta las mismas características que el Bonar V, es decir, se emitieron en dólares estadounidenses con cupón fijo y amortización al vencimiento. A diferencia del Bonar V, el Bonar VII se emitió con un plazo de siete años. La Resolución Conjunta 230/2006 y 64/2006 dispuso la emisión de 2000 millones de dólares. Este título se emitió en cuatro tramos, dos en el 2006 y dos en el 2007. El objetivo del Bonar VII era adelantar los pagos de deuda que vencían en el año siguiente a la primera licitación. Con esta emisión el gobierno logró aumentar los plazos de vencimiento de títulos con cupón fijo y amortización al vencimiento, ya que la emisión del Bonar V, la cual fue la última emisión que se había realizado en el mercado voluntario, tenía un vencimiento de cinco años.

MERCADO PRIMARIO

El Bonar VII se emitió por primera vez el 7 de junio del 2006. Como se puede observar en el cuadro 6.52. en el primer tramo la tasa que pagó el gobierno por estos títulos fue del 8,4%, una tasa superior a la esperada por el mercado pero cercana a la que había pagado el Bonar V días antes que, a diferencia de este último bono, el Bonar VII se emite a un plazo mayor, por lo que esta emisión se anunció como exitosa por el Ministerio de Economía. Es necesario destacar que al ser un instrumento nuevo en el mercado los inversores pidan un rendimiento mayor, lo cual no debería suceder en las emisiones posteriores.

El contexto internacional adverso se puede considerar como otras de las causas de que el gobierno haya tenido que pagar tasas más altas. Por un lado, el aumento de la tasa de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, y por otro, varios países emergentes como Colombia, Uruguay y Brasil también salieron al mercado emitiendo bonos públicos, lo cual aumenta la competencia en el mercado internacional por conseguir fondos. En este sentido es necesario aclarar que, si bien es una emisión en el mercado local, los participantes de las licitaciones son en su mayoría inversores externos. A modo de ejemplo, bancos como JP Morgan, Deutsche y Citibank fueron las entidades que compraron más del 50% de los Bonar

VII emitidos. La segunda emisión se realizó el último día de noviembre, pagando una tasa aun menor, un 8,03%, la que fue la mejor tasa a la cual el gobierno se endeudó a lo largo de todo el 2006, pero no la mínima que pagarían estos bonos, ya que en el 2007 Argentina volvió a licitar Bonar VII en enero y febrero, pagando una tasa del 7,71%, el menor costo que consiguió el gobierno para financiarse desde que comenzó a emitir deuda en el mercado voluntario.

Cuadro 6.52. Emisiones de los Bonar VII años 2006-2007

| Instrumento | Fecha de licitación | Fecha de vencimiento | Cupón | Amortización | Valor nominal (millones de U\$D) | Valor efectivo (millones de U\$D) | Precio de emisión | Rto. | Vto. residual(*) |
|-------------|---------------------|----------------------|-------|----------------|----------------------------------|-----------------------------------|-------------------|-------|------------------|
| 2006 | | | | | | | | | |
| Bonar VII | 07/09/2006 | 28/03/2011 | 7% | Al vencimiento | 500 | 464 | 92,70% | 8,40% | 7,00 |
| Bonar VII | 30/11/2006 | 28/03/2011 | 7% | Al vencimiento | 500 | 481 | 96,26% | 8,03% | 6,77 |
| 2007 | | | | | | | | | |
| Bonar VII | 25/01/2007 | 28/03/2011 | 7% | Al vencimiento | 500 | 495 | 99,00% | 7,71% | 6,62 |
| Bonar VII | 15/02/2007 | 28/03/2011 | 7% | Al vencimiento | 500 | 497 | 99,45% | 7,71% | 6,56 |
| Total | | | | | 2000 | 1937 | | | |

(*) Corresponde al período que resta desde el momento de la licitación.

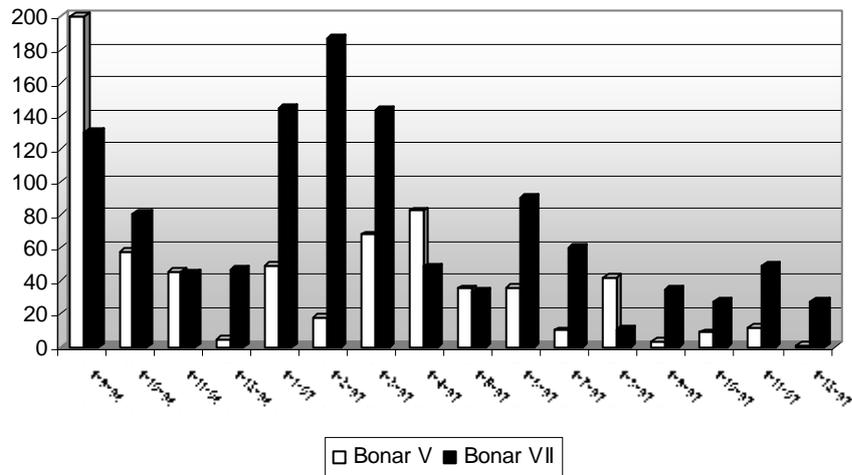
Fuente: Datos del MECON

Una de las variables que jugó a favor para que el gobierno pueda emitir deuda con un costo bajo, fue el riesgo país. El día de la emisión esta variable había llegado a un mínimo de 186 que no lograba desde la crisis argentina en el 2001. Otro de los hechos que hizo que la emisión del tercer y cuarto tramo de los Bonar VII hayan pagado un rendimiento menor a los anteriores fue la caída de las tasas de interés de Estados Unidos, lo cual favorece la entrada de capitales externos y provoca la disminución de las tasas de interés domésticas. En cuanto al monto en circulación, para septiembre del 2007 representa el 4% del total de bonos públicos emitidos en dólares.

MERCADO SECUNDARIO

El Bonar VII comenzó a cotizar en el mercado secundario pocos días después de su emisión. A partir de su emisión los precios en el mercado secundario han aumentado casi constantemente hasta marzo del 2007, como veremos a continuación. El Bonar VII presenta una liquidez muy buena en el mercado en términos de cantidad de operaciones, así como del volumen negociado en el MAE y en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA), lo que se puede observar en el gráfico 6.30. Se observa que en términos de volumen negociado, en la mayoría de los casos supera ampliamente al Bonar V. recordemos que este último bono tiene las mismas características que el Bonar VII, pero vencimientos menores.

Gráfico 6.30. Evolución de los precios del Bonar V y VII en el 2006-2007



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MAE y de la BCBA

En relación al comportamiento de los precios, los Bonar VII tuvieron una tendencia creciente hasta febrero del 2007, mes en el cual se realizó la emisión del tercer tramo de Bonar VII. Como se observa en el gráfico 6.31, a partir de marzo del 2007, los precios de estos bonos comenzaron a tener un comportamiento más oscilante. Sin embargo, las mayores caídas comenzaron en agosto, siguiendo el mismo comportamiento que todos los bonos en dólares emitidos por el gobierno argentino en respuesta a la crisis internacional. Podemos concluir que en las primeras emisiones, el Bonar VII tuvo una buena performance, emitiéndose a bajo costos, y teniendo una liquidez muy buena comparada con otros bonos en el mercado. Sin embargo, la crisis internacional llevó a que este bono sufriera en la misma medida sus consecuencias, observadas en la caída de los precios.

Gráfico 6.31. Evolución de los precios del Bonar VII



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la BCBA

6.3.3.7. Bonar X

Los Bonar X tienen las mismas características que los Bonar V, pero al igual que los Bonar VII el plazo de vencimiento es mayor, en este caso diez años. El objetivo del gobierno era aumentar los plazos de vencimiento, ya que, si bien se había logrado emitir un bono con vencimiento cercano a los diez años en el 2005 (el Boden 2015), la licitación del mismo no se pudo realizar al precio que el gobierno estimaba y en el 2007 la emisión de este mismo bono se hizo por medio de colocación directa.

MERCADO PRIMARIO

Las emisiones de este bono se realizaron en abril y mayo del 2007, pagando una tasa del 8,46% y 8,44% respectivamente, tasas más elevadas de las esperadas, ya que los analistas habían pronosticado que las mismas estarían entre 7,75% y 8,25%. Sin embargo, en noviembre de ese año se volvieron a emitir Bonar X, y fue una de las licitaciones más caras que tuvo que afrontar el gobierno, financiándose a una tasa del 10,5%, una de las más elevadas desde que volvió al mercado voluntario de capitales. Una de las explicaciones pudo ser la volatilidad que presentaban los mercados financieros internacionales, que tenía su origen en varios hechos que tuvieron influencia a nivel mundial. Por un lado la crisis hipotecaria de Estados Unidos que llevaba al efecto *fly to quality*, que afectaba los activos financieros de los mercados emergentes ya que los inversores intentan protegerse del riesgo asociado a estos mercados a pesar de obtener un rendimiento menor. Otro hecho que sacudió los mercados fue la elevada tasa de inflación que registró Estados Unidos junto con la noticia de la posible recesión en este país. En el cuadro 6.53 que se encuentra a continuación se pueden observar la información sobre las licitaciones de este bono.

Cuadro 6.53. Emisiones de los Bonar X en el año 2007

| Instrumento | Fecha de licitación | Fecha de vencimiento | Cupón | Amortización | Valor nominal (millones de U\$D) | Valor efectivo (millones de U\$D) | Precio de emisión | Rto. | Vto. residual(*) |
|-------------|---------------------|----------------------|-------|----------------|----------------------------------|-----------------------------------|-------------------|-------|------------------|
| Bonar X | 12/04/2007 | 17/04/2017 | 7% | Al vencimiento | 750 | 677 | 90,30% | 8,46% | 10 |
| Bonar X | 10/05/2007 | 17/04/2017 | 7% | Al vencimiento | 750 | 682 | 90,90% | 8,44% | 9,92 |
| Bonar X | 14/11/2007 | 17/04/2017 | 7% | Al vencimiento | 574 | 459 | 80,00% | 10,5% | 9,41 |
| Total | | | | | 2074 | 1818 | | | |

(*) Corresponde al período que resta desde el momento de la licitación.

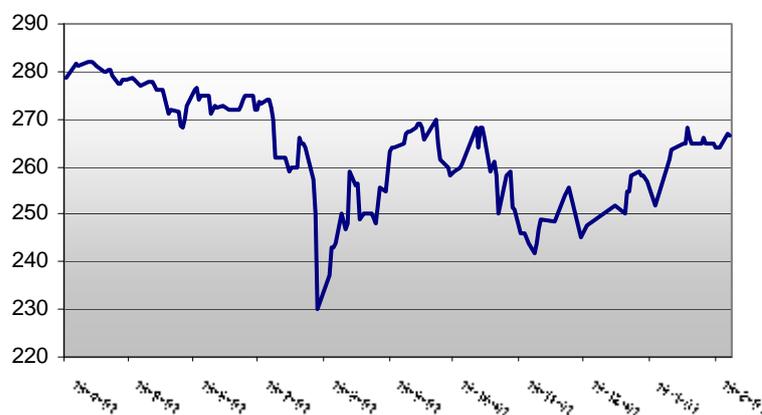
Fuente: Datos del MECON

MERCADO SECUNDARIO

En el mercado secundario, el comportamiento del volumen de negociación, así como de los precios, se encuentra muy relacionado al comportamiento de los otros Bonar. Como se observa en el gráfico 6.32 los precios de los Bonar X caen abruptamente en agosto del 2007, al igual que la mayoría de los bonos. A diferencia del resto de los Bonar, los precios de los Bonar X

desde el comienzo de su cotización en el mercado secundario, tuvieron una tendencia decreciente.

Gráfico 6.32. Evolución de los precios en el mercado secundario



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la BCBA

La diferencia que se observa entre el costo que el gobierno pagó por endeudarse en el mercado primario y la evolución de los precios en el mercado secundario muestra que el mismo pagó un precio superior en todos los casos en la licitación pública, como se observa en el cuadro 6.54.

Cuadro 6.54. Precios del Bonar X en el mercado primario y secundario

| | Mercado secundario | | | Mercado primario |
|----------|--------------------|------------------------|-------------------|-----------------------|
| | Precio en pesos | Tipo de cambio oficial | Precio en dólares | Precio cada 100 de VN |
| 09-05-07 | 280,5 | 3,0782 | 91,1246833 | |
| 10-05-07 | 280,5 | 3,0795 | 91,0862153 | 90,90% |
| 11-05-07 | 279 | 3,0807 | 90,5638329 | |
| 13-11-07 | 258 | 3,1347 | 82,3045267 | |
| 14-11-07 | 259 | 3,131 | 82,7211753 | 80% |
| 15-11-07 | 251,5 | 3,1268 | 80,4336702 | |

Fuente: Cálculo propio en base a datos de la BCBA y el MECON

El tipo de cambio puede afectar la relación de los precios en el mercado primario y secundario, ya que si aumenta el tipo de cambio, los precios en el mercado secundario caerían también de manera importante, y a fines del 2007 el gobierno argentino no lograba endeudarse a tasas menores del 10%, con lo cual abandonó la emisión de deuda por medio de licitación pública, y la emisión del Bonar X fue la última que se registró hasta la actualidad.

6.3.3.8. BONAR ARG \$ V

El Bonar ARG \$ V fue el primer bono que se emitió con tasa cupón fija en moneda nacional, y con amortización íntegramente al vencimiento luego de la declaración del *default*. Lo más destacable de los Bonar ARG es que es un título en moneda doméstica sin que su capital esté indexado a la inflación. Este tipo de títulos no se había emitido desde febrero del 2001. Además de las características mencionadas, los Bonar ARG \$ V pagan cupones fijos del 10,5% anual con frecuencia semestral.

En junio del 2007 se realizó la primera emisión por un monto de 1500 millones de pesos argentinos. A pesar de que por la resolución conjunta de las Secretarías de Hacienda y Finanzas publicada en el Boletín Oficial se autorizó un máximo de emisión de 4.500 millones de pesos, hasta el presente solo se realizó una única emisión. En la misma resolución se especificaba que solo podían presentarse a la licitación inversores locales y en pesos para evitar un mayor ingreso de dólares, que presionan sobre el mercado de cambio local. En ese momento el BCRA estaba tratando de mantener el tipo de cambio para que no se aprecie, por lo que una entrada de dólares para comprar bonos iba en contra de la política monetaria.

Varios autores han estudiado la imposibilidad con la que se encuentran los países emergentes de emitir títulos en moneda local a tasa fija, lo que en la literatura económica se denomina "pecado original" (Eichengreen y Hausmann 1999; Hausmann, Panizza y Stein 2001; Chamon y Hausmann 2002; Eichengreen, Hausmann, y Panizza 2003). Esta teoría se ha desvanecido, ya que en los últimos años varios países emergentes han podido ampliar el plazo de emisión de sus títulos en moneda local, como es el ejemplo del Este Asiático y de México. Sin embargo, no todos los países emergentes lo han logrado, y las consecuencias de tener una gran cantidad de títulos públicos a corto plazo, en moneda externa o indexados a la evolución de la inflación o del tipo de cambio cuando la economía presenta signos de vulnerabilidad, se han podido observar en las numerosas crisis financieras por las que pasaron los países emergentes en los últimos años. El gobierno argentino aún tiene problemas para emitir títulos en moneda local y a tasa fija, ya que la única emisión que se realizó de bonos con estas características resultó más costosa para el gobierno que aquellas en moneda externa, como veremos a continuación.

MERCADO PRIMARIO

Estos títulos se emitieron con una tasa cupón fija del 10,5% y en el mercado primario el gobierno pagó un costo del 11,70%. En el cuadro 6.55. se puede observar las características de emisión de los Bonar ARG V.

La mayoría de los analistas afirman que la tasa que pagó el gobierno es aceptable principalmente por la volatilidad en los mercados emergentes que en esos días se había notado. El día anterior a la licitación se produjo una venta masiva de bonos y acciones en los países emergentes por la tendencia a la alza de los tipos de interés del Tesoro Norteamericano, pero además por el denominado "efecto Indec", es decir, las supuesta subvaluación del índice de precios publicado por el organismo de estadísticas argentino (INDEC). El costo que el gobierno pagó por la emisión de un bono en dólares un mes antes fue

del 8,44% por un bono con mayor plazo (Bonar X), lo cual habla de cómo empeoraron las condiciones internas y externas, pero además habla de la penalización que tiene que pagar el gobierno por emitir deuda en moneda local, y de las expectativas inflacionarias por parte de los inversores argentinos.

Cuadro 6.55. Emisiones de los Bonar ARG \$ V en el año 2007

| Instrumento | Fecha de licitación | Fecha de vencimiento | Cupón | Amortización | Valor nominal (millones de U\$D) | Valor efectivo (millones de U\$D) | Precio de emisión | Rto | Vto. residual(*) |
|----------------|---------------------|----------------------|-------|----------------|----------------------------------|-----------------------------------|-------------------|-------|------------------|
| Bonar ARG \$ V | 07/06/2007 | 12/06/2012 | 10,5% | Al vencimiento | 1500 | 1433 | 95,55% | 11,7% | 5 |

(*)Corresponde al período que resta desde el momento de la licitación.

Fuente: Datos del MECON

Todos estos hechos llevaron a que el rendimiento que debió pagar el gobierno para obtener fondos sea superior a la tasa que pagaron bonos emitidos anteriormente, y también a la tasa que a la cual se endeudaron las empresas privadas por la colocación de bonos con similares características. Un ejemplo es la emisión del Grupo Macro, seis meses antes de la licitación del Bonar ARG V. Este grupo económico emitió una obligación negociable a cinco años a una tasa del 10,5%, una tasa inferior a la que pagó el gobierno argentino. Este título está emitido en pesos y con amortización al vencimiento al igual que el Bonar ARG V. Es difícil poder analizar el comportamiento del Bonar ARG V, ya que no existen bonos con estas características. Si puede ser comparable con las notas que el Banco Central emite, pero el plazo de vencimiento es menor. Además, los montos en circulación de Nobacs emitidas a tasa fija y que no ajusten el capital es pequeño.

MERCADO SECUNDARIO

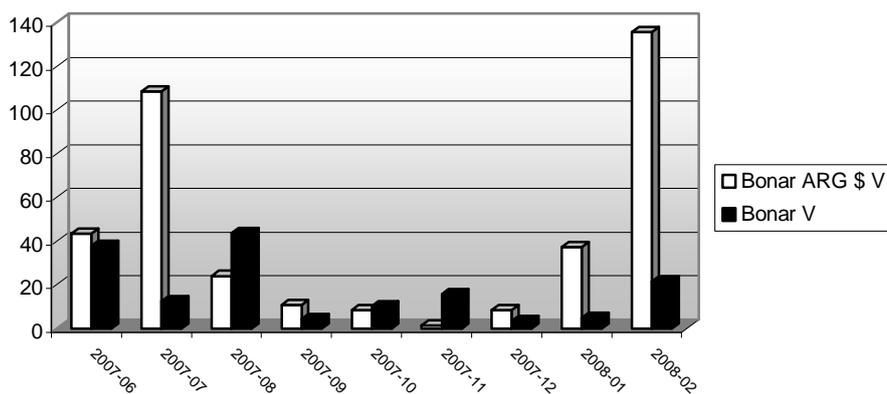
El Bonar ARG V presenta un volumen de negociación importante en el mercado secundario comparado con otros títulos con características similares. Sin embargo, al igual que la mayoría de los títulos públicos, el volumen de negociación es muy variable entre los diferentes períodos. En el gráfico 6.33, presentamos el volumen de negociación de los Bonar ARG V a partir de junio del 2006, mes en el cual comenzaron a cotizar estos títulos en el mercado secundario. Con el objetivo de comparar como evolucionaron estos títulos presentamos el monto de negociación de los Bonar V, títulos similares a los Bonar ARG pero emitidos en dólares.

Se observa que los Bonar ARG tienen un mayor volumen de negociación que los Bonar V, a lo largo de todo el período observado, pero el monto a lo largo del mismo es muy variable. En relación a los precios a los cuales se negociaron estos bonos, se puede observar en el gráfico 6.34 que experimentan una tendencia decreciente a partir de su emisión que se revierte a principios del 2008.

Las causas de la caída vuelven a ser las que detallamos anteriormente: la crisis de las hipotecas subprime, las dudas acerca de la fiabilidad del IPC publicado por el INDEC, pero este

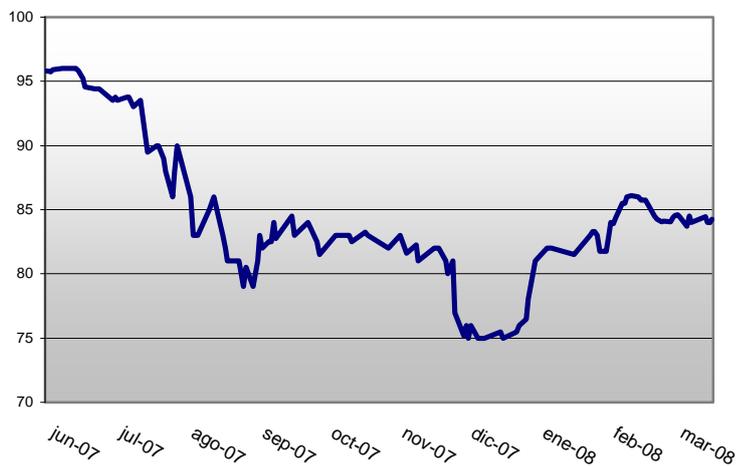
bono a tasa fija y sin ajuste de inflación tiene otro problema. A pesar de que se subestime el IPC, la inflación real de la economía existe, lo cual hace que los activos denominados en moneda local pierdan valor en términos de poder adquisitivo, por lo que los inversores salen de títulos denominados en pesos y sin ajustes inflacionarios. Si bien a principios del 2008 los precios de los Bonar ARG V comenzaron a recuperarse, están lejos de volver a los precios que habían alcanzado cuando comenzaron a negociarse en el mercado secundario.

Gráfico 6.33. Volumen negociado de Bonar V y ARG V (millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la BCBA y el MAE

Gráfico 6.34. Precios de los Bonar ARG V



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la BCBA

6.4. Problemas y propuestas para el mercado de renta fija argentino

6.4.1. Introducción

El objetivo que han perseguido y logrado los mercados más importantes de la región, fue reducir la vulnerabilidad financiera que habían generado las sucesivas crisis en los países emergentes. La reducción de la vulnerabilidad financiera en parte se canalizó a través del desarrollo del mercado interno de bonos, más específicamente, a partir del aumento de los títulos en moneda local, la disminución de los títulos indexados a la inflación y el aumento de los plazos de emisión de los títulos que se denominaban en moneda doméstica.

En los últimos años se realizaron varios estudios promovidos por los organismos internacionales más importantes desde el punto de vista económico, como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial (BM), el Banco de Pagos Internacionales (BIS), etc., en los cuales se planteaban las reformas necesarias para que los países puedan disminuir su vulnerabilidad financiera (FMI, 2001; FMI y BM, 2002; BIS, 2007; entre otros). Las reformas apuntan a la mejora de la gestión de la deuda, la mejora del riesgo de las emisiones públicas, el desarrollo de un mercado de valores eficiente, la transparencia de la información en el mercado, la coordinación de las políticas monetarias y fiscales, etc.

Si bien las recomendaciones se centran en una estrategia de mejora del mercado de deuda interna, estos estudios enfatizan el hecho de considerar las condiciones particulares de cada uno de los mercados como la estructura actual de la deuda, la vulnerabilidad de la economía ante perturbaciones económicas y financieras, el grado de desarrollo del mercado financiero, las condiciones políticas e institucionales etc. En nuestro trabajo, el análisis descriptivo de la situación argentina en relación al mercado financiero, y más específicamente al mercado de renta fija público, va en esta dirección.

En el apartado anterior observamos como los gobiernos de México, Brasil y Chile alargaron los plazos de vencimientos de los títulos públicos, aumentaron la proporción de deuda emitida en moneda local y lograron emitir una mayor cantidad de títulos sin ajustes por inflación y con tasa cupón fija, es decir, mejoraron la calidad de su deuda pública.

Argentina permanece atrasado en cuanto a estas mejoras, ya que por un lado, se observa que la estructura de los títulos públicos no ha cambiado en relación a la década del '90, y por el otro, no se observa un cambio de sentido en un horizonte cercano.

6.4.2. Análisis de problemas y soluciones para el mercado de renta fija argentino

El sistema financiero de Argentina ha sufrido los efectos de las crisis financieras que se experimentaron en diversos países emergentes durante los noventa, y a principios del nuevo siglo tuvo que atravesar por una de las peores crisis económicas de la historia de este país.

La devaluación de la moneda hizo que en el año 2002 la deuda en moneda externa triplicaran su valor en pesos argentinos. A raíz de ello, y de la imposibilidad tanto del sector público como del sector privado de hacer frente a sus obligaciones denominadas en moneda externa, se declaró el *default* de la deuda, lo que obligó al gobierno a comenzar un proceso de reestructuración que finalizó a mediados del 2005.

A partir de la finalización del canje de deuda en *default*, el gobierno comenzó a emitir lo que denominamos “deuda nueva”, a través de licitaciones públicas y colocaciones privadas. Sin embargo, observando las características de estas emisiones, llegamos a la conclusión de que el gobierno no logró mejorar la calidad de la deuda en relación a las emisiones anteriores a la caída del sistema financiero. Si bien consiguió emitir deuda a tasa fija en el último año, esta deuda se encuentra denominada en moneda externa y los plazos de vencimiento no superan los diez años.

Por otro lado, la tendencia positiva de alguna de las principales variables macroeconómicas como el crecimiento económico, balanza fiscal, etc., nos lleva a preguntarnos que es lo que verdaderamente influye en la confianza de los inversores, y porque el gobierno no mejoró la calidad de la deuda pública, a pesar de las condiciones favorables que existían en el mercado con anterioridad a la crisis norteamericana, situación que si pudieron aprovechar otras economías emergentes. Para ello describimos los problemas que existen en el mercado de renta fija argentino, y si corresponde, su relación con la estructura anterior a la crisis financiera. Por otro lado, al considerar los mercados de Brasil, Chile y México un ejemplo de cómo mejorar la gestión de la deuda, se analiza los medios a través de los cuales estos países lograron superar los obstáculos que les impedía desarrollar una estructura de la deuda menos vulnerable. Los problemas que enfrenta el mercado de renta fija argentino que hemos identificado a lo largo de todo el trabajo son:

Mercado de renta fija

- Dimensión del mercado de capitales
- Amplia diferencia entre el volumen de títulos públicos y títulos privados
- Falta de desarrollo del mercado de renta fija privado

Mercado de títulos de deuda pública

- No se publican calendarios de subastas y no cuenta con subastas regulares
- No existe un título que sirva como benchmark en el mercado financiero
- Gran parte de las emisiones se realizan a través de colocaciones directas
- Irregularidades en las licitaciones públicas
- Volatilidad en los rendimientos en el mercado primario
- Evolución volátil del riesgo país
- Problemas de financiamiento cautivo

Estructura de los títulos de deuda pública

- Incapacidad de alargar los plazos de vencimiento de los títulos de deuda
- Prácticamente todos los títulos públicos en moneda local están indexados a la inflación
- Elevada proporción de títulos en moneda externa
- Amortización parcial del capital

Problemas Políticos/Institucionales

- Incertidumbre con respecto a la veracidad de cálculo de las variables fundamentales de la economía: Caso INDEC
- El canje de deuda no finalizó, aún falta deuda por reestructurar: Club de Paris y los *holdouts*
- No existe seguridad jurídica que atraiga inversores a largo plazo
- Problemas de política económica: Control de precios y pago anticipado al FMI
- Problemas estructurales: crisis energética

Analizamos a continuación cada uno de los problemas mencionados

6.4.2.1. Mercado de renta fija

DIMENSIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES

En el capítulo 1 se realizó una descripción de diferentes trabajos teóricos y empíricos que relacionaban el desarrollo del sistema financiero con el crecimiento de la economía. Cuando nos centramos en cuales eran los determinantes del desarrollo del mercado de capitales, la variable que se considera como una de las más relevantes era la dimensión de la economía. La dimensión y la liquidez del mercado de capitales son variables que se encuentran directamente relacionada con la dimensión de la economía (De la Torre, Gozzi, y Schmukler, 2006).

Una de las causas es que la pequeña dimensión de las economías presentan barreras estructurales para el desarrollo de un mercado doméstico líquido y profundo (Shah y Thomas 2001). Esto produce que, tanto emisores como inversores, prefieran negociar sus activos en mercados internacionales, lo que provoca una falta de oferta y de demanda, haciendo que la pequeña dimensión del mercado se mantenga. Por otro lado, es necesario desarrollar el segmento PYME, para lograr que estas empresas puedan tener una alternativa de financiamiento, y que ayuden a aumentar la dimensión del mercado.

En Argentina, un claro ejemplo de ello es la elevada concentración que presenta el mercado de bonos privados en un pequeño número de empresas que emiten títulos en pequeñas

cantidades. Por otro lado, en el mercado se encuentran con un número pequeño de inversores institucionales que tienden a comprarlos y mantenerlos, lo cual contribuye a disminuir el volumen de negociación y, con ello, a su liquidez. Por otro lado, los elevados costos fijos asociados a las suscripciones, publicidad y distribución de los títulos emitidos, hacen que emisiones más grandes sean menos costosas por las economías de escala que generan.

Unas de las formas de comparar la dimensión del mercado de renta fija es observar el volumen en circulación de los títulos. Esta información se presentó en el capítulo 4, en donde podemos observar que en términos absolutos, Brasil y México son los países que mayor volumen de títulos en circulación tienen en el mercado, encontrándose Argentina en la tercera posición. Sin embargo, cuando esta magnitud se relaciona con el PIB, Argentina pasa al segundo lugar, después de Brasil. Chile queda en los últimos lugares tanto a nivel absoluto como a nivel relativo. En cuanto a los países desarrollados, en todos los mercados que analizamos, el volumen de títulos en circulación se encuentran por encima del 120% del PIB, siendo Japón el extremo, con un volumen en circulación que supera el 200% del PIB.

La dimensión es una variable muy importante, por ello es necesario incentivar a la emisión de deuda a través del mercado de capitales interno. A continuación se analizan las medidas a partir de las cuales se puede incentivar la emisión privada de títulos de renta fija, y de esta forma, aumentar la dimensión del mercado de renta fija en su conjunto.

AMPLIA DIFERENCIA ENTRE EL VOLUMEN DE TÍTULOS PÚBLICOS Y TÍTULOS PRIVADOS

Una característica que se presenta en la mayoría de los países Latinoamericanos es que dentro del mercado de renta fija, predominan las emisiones públicas sobre las privadas. Como se pudo observar en el capítulo 1, a excepción de Europa Central y Latinoamérica, en todas las regiones predominan los títulos privados, sean desarrolladas o no. En Asia, los títulos privados doméstico son el 65% del volumen en circulación de títulos de renta fija. En los países desarrollados, esta proporción es más elevada, ya que sumando las emisiones del sector privado financiero y no financiero, el volumen de títulos privados llega al 68% del volumen en circulación en el mercado.

Considerando los mercados más importantes del mundo, en el capítulo 2 se observó que el único país donde las emisiones públicas son superiores a las privadas es en Japón, mientras que en el resto de los países, predominan ampliamente los títulos privados. Por otro lado, dentro de las emisiones privadas de las economías desarrolladas, el segmento que experimentó un rápido crecimiento fue el de las emisiones de las entidades financieras. En el 2000, estas emisiones correspondían a menos de la mitad del mercado, en el 2006 superaban el 60%.

En el capítulo 4 se pudo observar que tanto en Argentina como en Brasil y México, las emisiones públicas se encuentran por encima del 70% del volumen total en circulación, a diferencia de Chile, un caso interesante dentro de Latinoamérica, cuyas emisiones públicas solo representan el 36% del total. Esta situación no se debe exclusivamente a que exista un mayor desarrollo de los activos privados de renta fija, sino que además influye la menor dimensión del mercado de activos públicos en relación a otros países de la región. En Chile los

títulos públicos en circulación representan un 12% del PIB, mientras que en Brasil y Argentina la proporción de títulos públicos supera el 50% del PIB.

Dentro de los países Latinoamericanos que analizamos, Argentina tiene el mayor porcentaje de emisión de títulos públicos. Las emisiones de entidades financieras son los títulos que presentan una menor participación, a diferencia de Brasil, Chile y México. En el primer país, las emisiones de entidades financieras representan casi la totalidad de las emisiones privadas. En México la participación de títulos de entidades financieras y de empresas no financieras está distribuida más proporcionalmente, al igual que en Chile. Sin embargo, como mencionamos antes, en este último país, las emisiones privadas tienen una participación más importante dentro del total de títulos de renta fija, ya que el 64% de los mismos son propiedad de entidades privadas.

La pequeña proporción de títulos privados, en general, se debe a la falta de desarrollo de este segmento del mercado, que explicaremos a continuación. Por otro lado, la necesidad de financiar déficit públicos lleva a que el volumen de emisión de títulos públicos sea más elevado, en relación a los títulos privados, en los países emergentes que en los desarrollados.

FALTA DE DESARROLLO DEL MERCADO DE RENTA FIJA PRIVADO

El problema cuando nos referimos a la proporción del mercado por tipo de emisor, no es que el mercado de títulos públicos sea muy grande, más bien el problema radica en el bajo nivel de desarrollo del mercado privado. Es importante señalar este punto, ya que el desarrollo del mercado de renta fija privado tiene consecuencias importantes para el desarrollo del mercado de renta fija en su conjunto, pero además, para todo el sistema financiero, ya que amplía las posibilidades tanto de financiación de las empresas como de alternativas de inversión para los agentes económicos.

Las causas del subdesarrollo del mercado de renta fija privados en los países emergentes que se señalan en la literatura son diversas. Entre ellas encontramos: el limitado acceso para las pequeñas y medianas empresas, las mejores condiciones que encuentran las grandes empresas en los mercados internacionales, la baja liquidez del mercado secundario, etc.

En el mercado Argentino existen tres tipos de títulos de renta fija emitidos por el sector privado: Los Cheques de Pago Diferido (CPD), las Obligaciones Negociables (ONs) y los Fideicomisos Financieros (FF).

Los Cheques de Pago Diferido son títulos que se emiten al descuento con vencimientos entre uno y doce meses. Están denominados en pesos y pueden ser negociados a través de dos mecanismos: dentro del sistema patrocinado o dentro del sistema avalado¹³⁴. Estos títulos comenzaron a emitirse en el año 2003, como un mecanismo para financiar a corto plazo la actividad de una empresa. Este título impactó principalmente en el segmento PYME, ya que en

¹³⁴ El sistema patrocinado supone que con previa autorización de la BCBA, la PYME puede emitir cheques de pago diferido negociables en el mercado de capitales. El sistema avalado supone que las PYMEs pueden negociar cheques de sus clientes o propios, a través de una sociedad de garantía recíproca (SGR). La SGR autorizada por la BCBA puede cotizar los cheques que tengan como beneficiarios a sus socios PYMEs y garantizar el pago mediante un aval.

el 2005 pasó a representar la principal herramienta de financiación a través del mercado de capitales, cuya tendencia se prolongó a lo largo del 2006 (Informe anual, CNV 2006).

En relación a las Obligaciones Negociables si bien se realizaron esfuerzos para que se desarrollara un segmento PyME, no se lograron los resultados deseados. Una ventaja que tenían las empresas de menor tamaño, consistía en que no estaban obligadas a presentar sus estados contables y a obtener una calificación de riesgo. Esta facilidad acabó convirtiéndose en una desventaja cuando los inversores tenían la alternativa de elegir entre una empresa grande y reconocida, para la cual disponían de toda la información contable, y una empresa pequeña, de la que no tenían información.

A pesar de que este mercado no está desarrollado, en los últimos años se observa un crecimiento principalmente en el volumen de emisión de obligaciones negociables nuevas, en relación a las que se emitían para canjear las obligaciones en *default*. En el 2004 solo el 16% de las colocaciones eran deuda genuina, es decir, ONs nuevas. En el 2007 este porcentaje aumentó al 92% del total de colocaciones en el año, manteniendo el mismo volumen de emisión total que en el año 2002. Sin embargo, a pesar del aumento de emisiones, el mercado secundario tiene un volumen de negociación muy pequeño. Un ejemplo de ello es que en el Mercado Abierto Electrónico, el volumen de negociación es el 8,4% del total de activos negociados¹³⁵. En la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, solo el 1% del volumen de negociación corresponde a Obligaciones Negociables.

El segmento de Fideicomisos Financieros experimentó un crecimiento muy importante a partir de la reestructuración de la deuda. Según la Comisión Nacional de Valores, durante el 2006 la cantidad de emisiones de Fideicomisos aumentaron un 42% con respecto al año anterior. En relación al volumen negociado, experimentó un crecimiento del 360% con respecto al 2005. En el 2007, siguió la tendencia creciente del volumen de emisiones, pero a una tasa menor.

En los mercados desarrollados, como observamos en el capítulo 2, el único país en el que predominan ampliamente las emisiones públicas es en Japón, que se explica en parte por la estructura del sistema financiero, basado en bancos en relación al mercado de capitales. En el resto de los países desarrollados que describimos en ese capítulo, las emisiones privadas superan el 70% de las emisiones en el mercado. Por otro lado, se destaca el aumento de las emisiones de entidades financieras, lo cual evidencia el crecimiento del proceso de titulización de activos, que está mucho más desarrollado que en los mercados emergentes.

En relación a los países emergentes Latinoamericanos analizados en el capítulo 3, observamos que la proporción de títulos emitidos por el sector privado, es mayor que en el caso de Argentina. El 24% de los títulos de renta fija brasileros son propiedad de empresas no financieras, sin embargo, solo el 3% corresponden a títulos emitidos por entidades financieras. Por su parte, dentro de las emisiones privadas de México predominan aquellas emitidas por entidades no financieras.

Chile es el caso más extremo, cuya estructura del mercado de renta fija por tipo de emisor se acerca en mayor medida a la estructura de los países desarrollados. Del 64% de títulos de renta fija, el 28% corresponde a emisiones de entidades financieras, y el 36%, a empresas

¹³⁵ Este dato es de diciembre del 2006 y corresponde al mes en que las obligaciones negociables alcanzaron el máximo del todo el año.

corporativas. En el 2005, mientras que el mercado de renta fija pública creció por debajo del PIB, el mercado de títulos privados creció más rápidamente que esta variable. Sin embargo, el desarrollo de este mercado ya había comenzado en los primeros años de los '90. Según Borensztein, Levy Yeyati y Panizza (2007) Chile es un ejemplo de cómo un *shock* negativo conduce a una mejora en un determinado sector, que en este caso es el de los títulos privados de deuda. El desarrollo en este segmento del mercado, que permitió que se mantuviera una proporción elevada de títulos privados, se pueden agrupar en tres: las elevadas tasas de interés que llevaba a las empresas a obtener financiamiento en el mercado de capitales en lugar de entidades bancarias, el cierre de los mercados internacionales aumentando la actividad de los inversionistas institucionales, lo que provocó un aumento de la demanda interna de estos títulos, y la disminución de los títulos públicos que dejaba un vacío en el mercado de capitales (Cifuentes, et al, 2004)

La primera idea que nos surge a partir de lo que hemos planteado en este apartado, es que, si bien el mercado argentino de activos de renta fija privado no está desarrollado, ha tenido una leve mejoría. En primer lugar, aumentaron las emisiones de títulos privados a partir de la reestructuración de la deuda. En segundo lugar, se produjo un aumento muy importante en la titulización de activos, un mercado que había crecido en los últimos años de la década del '90, pero que disminuyó su crecimiento a partir del 2001. Sin embargo, en los últimos años se recuperó rápidamente.

Recordemos que en general, el desarrollo de la titulización fue uno de los motivos por los cuales en los países desarrollados, el mercado privado experimentó un crecimiento importante. Los mercados desarrollados marcan de alguna manera el camino a seguir en términos de estructuras financieras, y el mercado argentino va en esa dirección. A pesar de ello, el mercado continúa teniendo inconvenientes, y es necesario que se incentive la emisión de títulos privados para que el mismo contribuya a la mejora del sistema financiero en su conjunto.

El crecimiento del mercado de ONs es muy importante para el mercado argentino. Desde el punto de vista del emisor, representa una fuente alternativa de financiamiento al crédito bancario. Este aspecto es importante ya que en los mercados emergentes, la mayoría de la financiación se realiza a través de los bancos, aumentando el riesgo financiero por la concentración tanto de las inversiones como de las fuentes de financiación en un solo sector. Por otro lado, el rendimiento de estos títulos es una fuente de información muy importante para todo el mercado, ya que por un lado muestra la percepción del mercado sobre el riesgo de crédito de las empresas emisoras, y por otro, estos rendimientos se utilizan como parámetro para la fijación de condiciones de financiamiento bancario a medio y largo plazo.

Por ello, es necesario incentivar la emisión de títulos dentro del país, lo cual llevaría a disminuir los costos de entrada, mejorar los sistemas de negociación y liquidación, incentivar la entrada de otro tipo de empresas, que si bien son más pequeñas, le pueden aportar volumen al mercado, etc.

El tamaño de la empresa no debería ser una barrera de entrada. Si bien en Argentina se han realizado esfuerzos para que las PYMEs puedan emitir títulos, no se llegaron a los resultados deseados. La razón principal es la falta de demanda de este tipo de títulos a partir de la poca información exigida para emitir títulos. Por lo tanto, se debería revisar la legislación, e intentar

que la información que presentan de la empresa sea confiable, para disminuir la incertidumbre que plantea a los inversores a la hora de invertir en este tipo de títulos.

Con respecto a los Cheques de Pago Diferidos, se podría intentar alargar los plazos de vencimiento, o emitir un bono con las mismas características, que se negocie en el mercado secundario, y gradualmente aumentar los plazos de vencimiento, con el objetivo de crear una demanda de bonos a medio plazo para las pequeñas y medianas empresas, y que los inversores se adapten a invertir en un segmento nuevo.

6.4.2.2. Mercado de títulos de deuda pública

NO SE PUBLICAN CALENDARIOS DE SUBASTAS Y NO CUENTA CON SUBASTAS REGULARES

En la mayoría de los países el gobierno emite un informe en el que se describe tanto las necesidades de financiamiento para el año próximo, como las fuentes de financiación. La transparencia en el mercado secundario en cuanto a la información es muy importante para mantener la estabilidad del mercado, y para lograr una buena base de inversores en títulos públicos. La necesidad de brindar toda la información disponible se debe a las características propias del mercado: su carácter monopólico y con la presencia de información asimétrica. El emisor en este caso, tiene que incentivar a los inversores para que ellos ofrezcan sus fondos a precios competitivos (Das y Sundaram, 1997).

En Argentina no existe un programa de emisiones regulares de títulos públicos, más bien las emisiones se realizan a medida que el gobierno necesita financiación, y tampoco un régimen regular de subastas. El programa financiero del gobierno para el 2008 se anunció en abril de ese mismo año, luego de dos años sin ningún tipo de publicación acerca de las previsiones de financiamiento a través de títulos públicos. Sin embargo en este último informe, se presentan las fuentes de financiación, pero no se especifica el tipo de títulos que se va a emitir ni la cantidad.

Esta falta de información lleva a que los inversores en títulos públicos no puedan planificar su estrategia inversora incorporando los títulos públicos a sus carteras, y puede que no cuenten con fondos necesarios cuando se realice la licitación en el mercado primario. Por otro lado, la falta de información acerca de las fuentes que el gobierno utilizará para financiar los vencimientos próximos, lleva al aumento de la incertidumbre de los tenedores de este tipo de títulos, causando una pérdida de demanda potencial para las próximas emisiones. Además, si la emisión corresponde a una reapertura del título en el mercado secundario, existe la posibilidad de que el tenedor del título, al no saber el programa de subastas, intente deshacerse de él, y se produzca una disminución importante del precio del bono.

Publicar un calendario de emisiones, así como sus montos y sus características, tiene algunas desventajas, ya que el gobierno puede perder flexibilidad para negociar con el mercado. Por otro lado, si la publicación se realiza por ejemplo, una vez al año, puede ser que las emisiones previstas no se encuentren acordes con las condiciones del mercado (Mohanty, 2002, BIS paper Nro 11). A pesar de ello existen alternativas por medio de las cuales el gobierno puede

publicar periódicamente su calendario de emisiones, sin que ello signifique una pérdida de flexibilidad. Dentro de los países que analizamos, encontramos que México y Brasil son dos ejemplos a seguir en cuanto a régimen de publicaciones.

El gobierno federal mexicano, en el 2004, anunció por primera vez su estrategia de deuda interna para todo el año. A partir de ese año, anuncia el calendario de emisión con frecuencia trimestral, pero además limita la cantidad de títulos públicos que se puede ofrecer, es decir, fija la cantidad máxima y mínima para cada uno de los títulos, lo cual le da al organismo emisor una mayor flexibilidad para cambiar la composición de la subasta en respuesta a los cambios en las condiciones de mercado.

A partir del 2001 el Tesoro de Brasil con el objetivo de mejorar la gestión de la deuda, comenzó a publicar un plan anual de financiamiento, en donde se describen los principales lineamientos y las estrategias que deberá seguir durante el año próximo (FMI, 2002). Esta publicación, denominada Plan Anual de Financiamiento, además de describir las necesidades de financiación, presentan con detalle las fuentes por medio de las cuales el gobierno de Brasil enfrentará estas necesidades. En el Plan Anual de Financiamiento se presenta la proporción que se va a cubrir con los diferentes tipos de títulos, y al igual que México, un monto mínimo y máximo de emisión. Por otro lado, se describe en que medida variarán los riesgos asociados a la emisión de deuda para el año siguiente, y se detalla el riesgo de refinanciación y el riesgo de mercado para las próximas emisiones. Según Amante, et al (2007), estos avances en el plano de la gestión pública, afectan directamente a las expectativas del mercado, ya que hace a la deuda pública más predecible y transparente.

En los países desarrollados, hay una amplia variedad de formas de publicar el plan de emisiones. Por ejemplo, Alemania publica en diciembre de cada año, el calendario de emisión de títulos para el próximo período. Sin embargo, las características del día de la subasta, el monto específico de cada título, y otros detalles, los publica un trimestre antes de la misma. El calendario de subastas tiene estas características justamente para poder adaptarse a las condiciones de un mercado cambiante.

En Estados Unidos, se publica anualmente lo que se conoce como Programa Tentativo de Subastas del Tesoro, en donde se especifica la fecha del anuncio de la subasta, el día de la subasta y el tipo de título. Japón también publica el plan de emisiones un trimestre antes de la realización. En España se publica el calendario anual de emisiones, presentando el tipo de título y el día de la subasta, así como las fechas de presentación de peticiones, liquidación y entrega de los valores.

En Argentina no se realizan subastas regulares, lo que es una consecuencia lógica de la falta de un plan de financiamiento continuo. La ausencia de subastas regulares impide la formación de la curva de rendimiento que se utiliza como referencia para la valuación de otros activos. A diferencia de ello, en varios países se organizan subastas semanales para letras a corto plazo y subastas mensuales, trimestrales o semestrales, para bonos a medio y largo plazo. Ejemplos de ello son los mercados emergentes que analizamos en el capítulo 3. Brasil realiza subastas semanales y mensuales de letras y bonos públicos. México emite Letras con frecuencia semanal y bonos con frecuencia mensual. Chile emite Letras dos veces a la semana y bonos con frecuencia semanal.

En los países desarrollados, también se realizan subastas regulares de los títulos públicos. De los países que se describieron en el capítulo 2, Estados Unidos realiza emisiones con frecuencia semanal, mensual, trimestral y semestral, en este sentido es el mercado con más alternativas en cuanto a frecuencias de emisión. España realiza subastas de Letras con frecuencia quincenal y mensual, subasta bonos y obligaciones con vencimientos menores a los treinta años mensualmente, y las obligaciones a treinta años se subastan con frecuencia bimestral.

Tener un calendario anual con la descripción de los títulos que se van a subastar a lo largo del año es muy importante para la planificación de las inversiones de los posibles demandantes de títulos públicos. El gobierno argentino podría adoptar la forma de publicación de México o Brasil, cuya principal característica es que los montos a subastarse no están fijados, con el objetivo de darle mayor flexibilidad al gobierno, pero si existe una estimación de estos montos. Esto es muy importante debido a las condiciones cambiantes de los mercados financieros, ya que es una forma de adaptarse a la demanda existente en el mercado en cada momento, como también, a las necesidades de financiación del Estado. Sin embargo, creemos que la falta de confianza en relación a otros aspectos como la falta de transparencia en las subastas, que explicaremos más adelante, se puede trasladar al plan de financiamiento, es decir, si el gobierno no aplica reglas claras en las subastas y en la publicación de los resultados, como sucedió en una de las emisiones del Boden 2015, es posibles que no genere confianza en relación al cumplimiento de un plan anual de financiamiento.

La recomendación en este caso es que debería publicar las necesidades de financiamiento que le corresponden cumplir el año posterior, y los tipos de títulos que va a emitir, pero los montos y los días específicos, publicarlos con mayor frecuencia. Creemos que esta planificación es útil por un lado para que el gobierno no se comprometa a realizar subastas que en el caso de no poder realizar, disminuye aun más la confianza de los inversores, y por el otro, le da al gobierno una mayor flexibilidad para poder equilibrar las necesidades de financiación con la colocación de títulos.

INEXISTENCIA DE UN TÍTULO DE REFERENCIA

En el mercado de renta fija en general existe un bono que emite el gobierno cuyo rendimiento y demás características se considera como referencia del mercado por su bajo riesgo. Para que un título sea considerado como referencia, es necesario que tenga una determinada frecuencia de emisión. Este es un problema básico de los títulos argentinos, no existe una planificación de emisiones, y como se señaló anteriormente, no existe ningún título con subasta planeadas y regulares.

En los mercados desarrollados, la mayoría de las inversiones suele concentrarse en pocos títulos que se consideran como referencia del mercado local e internacional. El título a nivel mundial más conocido y más utilizado para valorar otros activos es el Bono del Tesoro Norteamericano a diez años, cuyo rendimiento se utiliza además para calcular el riesgo país de todo el mundo.

En los mercados emergentes, el número de títulos de referencia ha aumentado en los últimos años, lo cual se demuestra en los países analizados en el capítulo 3. Brasil publica anualmente

su Plan de Financiamiento, en donde expresa que los títulos de referencia son dos: las LTN a corto plazo, y las NTN-F para largo plazo.

En México, dentro de los objetivos para mejorar la estructura de la deuda, el gobierno se planteó completar la curva de rendimiento a largo plazo. Entre el 2000 y el 2001 el gobierno enfocó sus esfuerzos para emitir títulos de referencia a tres, cinco y diez años, en el 2003 a veinte años y en el 2006 logró emitir títulos de referencia a treinta años, que le permitió completar la curva de rendimiento a largo plazo (BIS, 2007).

Chile, por su parte, comenzó a emitir títulos con el objetivo de que sean considerados de referencia para el mercado en el año 2002. Los plazos de vencimiento de estos títulos son cinco, diez y veinte años.

La ausencia de emisiones regulares de títulos y de uno específicamente que sirva como *benchmark* que se tome como referencia para la emisión de otros activos financieros, impide la formación de una curva de rendimiento que sirva para valorar tanto activos financieros como activos físicos. Por ello, como explicamos en el apartado anterior, es necesario que el gobierno realice subastas regulares de títulos, para poder construir una curva de rendimiento confiable.

ELEVADA PROPORCIÓN DE COLOCACIONES DIRECTAS

En el apartado anterior se pudo observar que una gran parte de la deuda que se emitió a partir de la finalización del canje, correspondió a emisiones por medio de colocación directa bien a organismos descentralizados, o bien a gobiernos de otros países como el caso de Venezuela o a gobiernos de provincias argentinas como fue el caso de la colocación de títulos al gobierno de la provincia de Santa Cruz.

Esta forma de emitir títulos públicos no es una práctica común, ya que en general, las emisiones de títulos públicos se realizan a través del mercado primario. Sin embargo, en el momento que el gobierno necesitaba financiación, el mercado no estaba dispuesto a comprar deuda si no era a unos costos elevados. Consideramos que dentro de los motivos que llevan al gobierno a realizar colocaciones privadas de bonos se encuentran: la falta de interés del mercado por adquirir deuda pública, o los elevados costos que le reporta al gobierno este tipo de emisión. La incapacidad del gobierno argentino para emitir deuda se evidenció a mediados del 2005, y a lo largo de todo el 2006 y el 2007.

Podemos distinguir dos tipos de emisiones directas que se realizaron en Argentina: los Boden y las Letras del Tesoro. Estos títulos se diferencian en que los Boden fueron colocados directamente, pero se negocian en el mercado. Las Letes son mantenidas hasta el vencimiento por el organismo que las compró en la colocación.

De la totalidad de Boden 2012 que se emitieron a partir del 2005, el 70% de las emisiones se realizaron a través de colocación directa, en el 2006 todas las emisiones de Boden 2012 se realizaron a través de este sistema, en su gran mayoría al gobierno de Venezuela, y en el 2007 no se realizaron emisiones de estos títulos. El porcentaje de Boden 2012 que actualmente mantiene el gobierno de Venezuela representa el 15% de su total en circulación, lo cual corresponde al 3% de la deuda total en dólares.

A pesar de ello, según fuentes periodísticas, Venezuela se desprendió de la mitad de los títulos que adquirió, lo que provocó, en parte, la importante caída de los precios que los Boden 2015 y los 2012 experimentaron en agosto del 2007. Este es el riesgo al que está expuesto un emisor cuando el volumen de títulos en circulación está concentrado en pocos tenedores.

Por otra parte, y como mencionamos en el apartado anterior, el gobierno de Venezuela participó en las licitaciones públicas de este bono, lo cual generó malestar por parte del resto de los participantes en el proceso, al implantar la duda de si su participación distorsionó los resultados finales de la subasta.

Colocar directamente títulos puede ser beneficioso en períodos en los cuales el mercado presenta una elevada volatilidad, ya que el gobierno no puede arriesgarse a tener que convalidar rendimientos elevados por condiciones transitorias del mercado. Sin embargo cuando las colocaciones directas representan una proporción muy elevada en el total de emisiones, y además, se concentraron prácticamente en un solo inversor, dan una señal negativa al mercado en términos de transparencia de precios y garantías de emisión.

La colocación de títulos sin pasar por el mercado puede tener sus ventajas, ya que el gobierno puede negociar los precios de la emisión directamente con el inversor, pero también puede presentar inconvenientes. En primer lugar, el financiamiento que el gobierno consigue a través de los organismos descentralizados es financiamiento cautivo, y debería tomarlo a tasas de mercado. Por otro lado, las emisiones directas a un solo inversor es un problema, ya que el mismo tiene la posibilidad de influir en los precios y los rendimientos de ese título en el mercado secundario.

En los países desarrollados es muy difícil que se realice una emisión directa. En los mercados emergentes en general, se han realizado colocaciones directas pero no es en ningún caso un mecanismo habitual. Este mecanismo solo debería aplicarse en condiciones extremas, y no como en Argentina que es más común que se emita por medio de colocación directa, que a través del mercado primario.

IRREGULARIDADES EN LAS LICITACIONES PÚBLICAS

La emisión del Boden 2015 fue un caso en el cual se presentaron dudas en relación a la transparencia de las licitaciones. Los diarios más importantes de Argentina llegaban a la conclusión de que la falta de información en relación a las licitaciones, provocaba una pérdida de confianza en relación a los precios que habían alcanzado estos títulos en el proceso licitatorio.

Recordemos que la primera licitación de este bono fue suspendida por los elevados rendimientos que el mercado le exigía al gobierno por emitir un título con estas características. Un mes más tarde de la licitación fallida, convocó una nueva licitación de los Boden 2015, en la cual se ponía en duda las entidades que habían participado en la subasta. Por otro lado, el gobierno había fijado previamente el precio al cual se iban a licitar los bonos, el cual era inferior al que correspondía a la cotización en el mercado secundario.

El Banco de la Nación Argentina adquirió el 78% de los títulos emitidos, y dos días más tarde el gobierno argentino confirmó que una parte importante de los Boden 2015 los había adquirido el gobierno Venezolano. La recompra de títulos públicos que realizó el gobierno a fines de noviembre, así como la sospecha posteriormente confirmada que el gobierno Venezolano había comprado nuevamente una gran cantidad de bonos, produjo dudas sobre la transparencia con la cual se realizaban estas licitaciones, perjudicando la emisión de futuros títulos.

Esta situación afecta directamente a la confianza del mercado en la transparencia de las emisiones, lo cual es uno de los aspectos más destacados cuando se menciona una buena gestión de la deuda por parte del gobierno.

Una de las recomendaciones que podemos sugerir en este sentido, es que la gestión de la deuda sea auditada por un organismo público e independiente del organismo emisor, como se realiza en varios países desarrollados, pero también en países emergentes como Brasil. En este país, la auditoría interna controla además la gestión de la deuda pública antes de que sea publicada en el Plan Anual de Financiamiento. Por otro lado, el Parlamento exige un informe periódico sobre la gestión fiscal y los gastos que el gobierno federal realizará a lo largo del año. En México también se realizan auditorías internas y el Parlamento exige informes periódicos de la gestión de la deuda.

Creemos que la publicación de los calendarios de emisión, así como de los resultados de las licitaciones, serían una de las pilares sobre los cuales se podría recuperar la confianza de los inversores, y con ello, incentivar la participación de los mismos tanto en el mercado primario, como en el mercado secundario.

Además, sería conveniente fijar un límite para la colocación directa de títulos de deuda, que si bien, en determinados periodos puede resultar menos costosa que las emisiones en el mercado primario, lleva a la falta de transparencia en la emisión de deuda.

VOLATILIDAD EN LOS RENDIMIENTOS EN EL MERCADO PRIMARIO

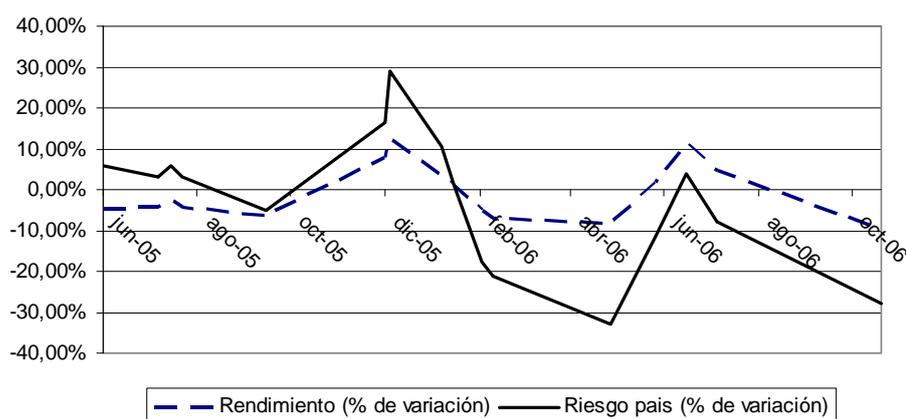
Como vimos en el apartado 6.3.3, los rendimientos que el gobierno tuvo que convalidar para emitir títulos ya sea por medio de colocación directa o licitación pública, presentaron una variabilidad importante a lo largo de todas las emisiones. Solo basta observar el caso de los Boden 2012 a lo largo del período 2006-2007. Al comparar los rendimientos de las dos formas de emisión, vemos en algunos casos, que los mismos resultaron ser más elevados en las colocaciones privadas que en las licitaciones públicas. Probablemente si el gobierno emitía estos títulos en el mercado primario, iba a tener que convalidar tasas más elevadas, debido al malestar que existía en los mercados internacionales a partir de la segunda mitad del 2006, y a los problemas internos que explicamos anteriormente.

Para analizar los costos de las emisiones a partir del 2005, debemos diferenciar entre: emisiones directas, en donde encontramos los Boden 2012 y los Boden 2015, y las emisiones en el mercado primario, que representan los Boden 2014 y los Bonar. En este análisis dejamos fuera las Letras del Tesoro que, al ser emisiones directas a tasas pactadas, no presentan

ninguna relación con las tasas de mercado. En el año 2005, se emitieron tres tipos de bonos, dentro de los cuales se destaca la emisión del Boden 2012, que se realizó parte por medio de colocación directa y parte a través de licitación pública. A pesar de que en la mayoría de las economías predominaron las subastas públicas, en el caso del Boden 2012, las colocaciones privadas fueron muy superiores a las subastas, tanto en cantidad de emisiones como en volumen emitido.

Los costos que el gobierno pagó por endeudarse no tienen relación con su forma de colocación, es decir, que los haya colocado directamente no significó que el costo que asumió haya sido inferior al de las licitaciones públicas. Esta situación se debe a que el gobierno pactó con el principal inversor en este título (el gobierno de Venezuela) que las emisiones se realizarían a precios de mercado. En general, los rendimientos que convalidó el gobierno tienen una relación directa con la evolución del riesgo país (EMBI+), como se supone que debe ser al financiarse a precios de mercado. Esta relación se presenta en el gráfico 6.35, en el que observamos como los rendimientos comenzaron a ser elevados en la última parte del 2005, período en el cual el Boden 2012 pagó un rendimiento del 8,83% en diciembre, y tres días después, el gobierno pagó 9,22% por el mismo título.

Gráfico.6.35 Variación del riesgo país y del rendimiento de emisión de los Boden 2012



Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON y de JPMorgan

Otro caso extremo se observa en las emisiones que se realizaron en junio y julio del 2006. En la colocación de junio el gobierno pagó un costo del 8,33% y veinte días más tarde se realizó otra colocación directa en la cual convalidó un rendimiento del 9,14%. Esta situación se repite con el Boden 2015 y el Bonar X en el 2007. Ambos títulos tienen una vida residual entre ocho y diez años, se emiten con tasa fija y amortización al vencimiento, la única diferencia es que el Boden 2015 se colocó directamente y el Bonar X se licitó en el mercado primario. La diferencia más importante que encontramos corresponde a las emisiones que se realizaron a partir de agosto del 2007, en donde los precios de los bonos cayeron como consecuencia de la salida masiva de capitales de todos los mercados emergentes. En mayo del 2007, la última emisión de Bonar X pagó un rendimiento del 8,44%, y tres meses más tarde, una colocación directa de Boden 2015 llegó a pagar un 10,69%, el rendimiento más elevado hasta ese momento, desde que el gobierno retornó al mercado voluntario de capitales. Sin embargo, a fines del 2007 el

costo que tuvo que aceptar el gobierno fue aún más elevado, llegando al 10,72% lo que equivale al rendimiento que este bono presentaba en el mercado secundario. Las oscilaciones de los precios en el mercado primario nos muestra como influyen las expectativas de los inversores ante variaciones en el riesgo de los mercados internacionales. Se observa que ante la volatilidad de los mercados internacionales, la variación de los rendimiento es muy importante, hecho que no se registra en otros países emergentes.

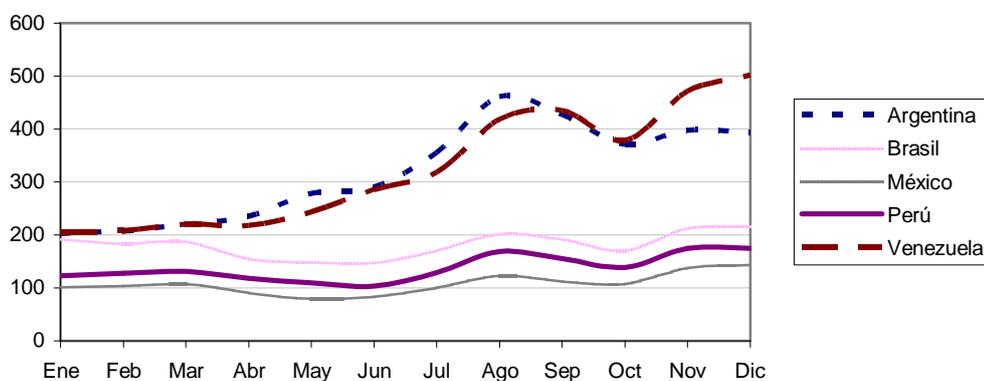
Si bien la crisis internacional afectó a todos los mercados, Argentina fue uno de los que más sufrió el impacto. Un ejemplo de ello es que en el mismo período que se realizó la última emisión de los Boden 2015, México emitió un bono a diez años en el mercado internacional, cuya tasa de corte fue del 8,09%. En agosto del 2007, Brasil emitió un bono global a 21 años, y pagó un rendimiento en 8,26%. Sin embargo, ésta fue la última emisión en el mercado internacional, es decir, que Brasil no siguió emitiendo títulos globales durante los periodos de turbulencia provocado por la crisis hipotecaria. Esta situación demuestra que Brasil pudo dejar de emitir títulos en momentos en los cuales en el mercado se observan turbulencias, lo cual no puede hacer Argentina, ya que las necesidades de financiación son más inmediatas.

Somos conscientes de que estos datos no son del todo comparables, pero en nuestro caso nos resulta útil para observar las diferencias que se presentan con respecto al mercado argentino. Las diferencias en los rendimientos de los títulos demuestran claramente una diferencia de riesgos en cada uno de los mercados Latinoamericanos.

EVOLUCIÓN VOLÁTIL DEL RIESGO PAÍS

La evolución del riesgo país argentino se mantuvo en una senda de constante crecimiento, lo que tiene que ver tanto con las condiciones internas como con las condiciones internacionales. En el gráfico 6.36. presentamos la evolución del EMBI+ a lo largo del 2007 de los mercados Latinoamericanos, en el que se observa que a principios de año el riesgo país argentino se encontraba en niveles similares a los países vecinos. Sin embargo, en este año comienza a aumentar a un ritmo solo comparable al del mercado venezolano, presentando un pico de 460 puntos básicos, lo que representa el doble del riesgo país brasileño.

Gráfico 6.36. Evolución del riesgo país de los países latinoamericanos



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de México

Venezuela por su parte, tiene niveles de riesgo país muy similares a los argentinos, además de contar con una gran proporción de títulos públicos emitidos por este último país. Los niveles tan similares que muestra el EMBI+ para estos dos países pueden hacernos pensar que la compra de deuda de un país a otro se encuentra relacionado con la evolución de este indicador, pero esta relación comercial ¿es causa o efecto la de misma evolución del riesgo que presentan Argentina y Venezuela en relación a otros países? ¿Es tan perjudicial para el mercado que un país compre deuda de otro?, ¿quien perjudica a quien? ¿Empeora aun más la percepción de riesgo de Argentina que el país que compre deuda sea Venezuela?, ¿o Venezuela se ve perjudicada a nivel mundial por comprar deuda a un país que se considera uno de los más riesgosos de Latinoamérica?

Recordemos que el EMBI+ incluye en su cálculo únicamente los títulos en dólares emitidos bajo legislación norteamericana, es decir, se excluyen tanto los títulos emitidos en moneda local como los títulos en yenes y euros. Por lo que el EMBI + mide solo el riesgo de los bonos Par y Discount en dólares norteamericanos, en diciembre del 2007 representaban el 11% del total de la deuda en circulación.

Cabe señalar que el riesgo país en enero del 2006 de Venezuela estaba 180 puntos básicos por debajo del de Argentina, subiendo a partir de ese año hasta que en diciembre del 2007 superaba el riesgo país de Argentina en 100 puntos básicos. Si bien el análisis de la economía venezolana no es el objetivo de este trabajo, cabe mencionar que el gobierno de Chávez, presidente de Venezuela, aplicó políticas de apropiación de empresas de servicios públicos, además de una serie de políticas que van en contra de la idea de libre mercado, lo cual afecta a la percepción que tienen los mercados financieros en relación a este país. No podemos concluir a partir de este análisis tan poco profundo, que la similitud tanto en niveles como en evolución, del riesgo país que experimentan estos dos países esté relacionada con sus relaciones financieras, pero si plantear la duda acerca de la posibilidad de que exista.

Considerando solo los países analizados, Argentina tiene un riesgo país que en agosto llega a estar 460 puntos básicos más arriba que Brasil, el país cuyo riesgo país se encuentra inmediatamente posterior al de Argentina. México, por su parte, tiene un riesgo país que no superó los 150 puntos básicos a lo largo de todo el 2007. De los países que no incluimos en este gráfico se encuentra Chile, cuyo riesgo país es el más pequeño de la región, ubicándose debajo de México, en torno a los 80 puntos básicos.

Las diferencias en el riesgo que el mercado le asigna a la economía argentina a partir de una crisis financiera internacional en relación a otras economías de la región, es una muestra más de la desconfianza a partir de los problemas relacionados con las emisiones públicas que planteamos anteriormente, además de otros problemas tanto políticos como institucionales que analizaremos en el apartado 6.4.2.4, sin dejar de mencionar que en los últimos años, la estructura de la deuda es más riesgosa que la de los países vecinos.

PROBLEMAS DE FINANCIAMIENTO CAUTIVO

El gobierno, entre el 2005 y el 2007, colocó directamente dos clases de títulos a organismos que forman parte del gobierno: las Letes y los Discount en pesos. Los bonos Discount

corresponden a uno de los títulos que se emitió para canjear deuda en *default* en el año 2005, y que se realizó una única reapertura, colocándolo en el Banco Central de la República Argentina (BCRA).

En el caso de las Letes, como vimos en el apartado anterior, el costo de financiación que el gobierno pagó por estos bonos es muy inferior al que debería pagar si emitiera los mismos títulos en el mercado. A esta conclusión llegamos a partir de observar las tasas de interés que paga el Banco Central por emitir las Lebacks en el mercado voluntario que, para los mismos plazos de emisión, es muy superior a las que se colocan las Letes.

Si bien es más beneficioso para el gobierno argentino colocar las Letes en organismos descentralizados, en primer lugar no es una buena señal para el mercado, y en segundo lugar, en algún momento el gobierno deberá salir al mercado con títulos de este tipo, ya que no es factible que estos organismos financien al gobierno indefinidamente. Por lo tanto, en Argentina el riesgo de refinanciamiento no depende de las expectativas de riesgo de los inversores, pero si de la disponibilidad de los organismos públicos financieros que actualmente están financiando al gobierno.

En diciembre del 2005 el gobierno nacional decidió saldar la deuda que tenía con el FMI, cuyos pagos se habían negociado de forma escalonada hasta el 2009. La cancelación anticipada de la deuda se realizó con reservas internacionales que el BCRA tenía acumuladas, y a cambio de ello, el gobierno emitió una letra a diez años, que colocó directamente en este organismo. Varias fueron las discusiones que se plantearon entre los analistas del mercado, que se analizarán en el apartado de problemas institucionales. Sin embargo, es necesario aclarar, que este es otro ejemplo de financiamiento cautivo.

Este financiamiento cautivo trae varios inconvenientes, que por un lado se relacionan con la posibilidad de que estos organismos sean incapaces de seguir financiando al gobierno central, y por el otro, la falta de un mercado de deuda pública a corto plazo, lo cual se relaciona únicamente con las Letes. Por otro lado, si bien el gobierno no continuó pagando deuda con reservas, el decreto que le permitió hacerse con las reservas del BCRA en el 2005 aún existe y no hay una plena seguridad de que si lo necesita, el gobierno haga uso del mismo.

El problema a resolver se centra en que el gobierno deberá salir al mercado con un activo de estas características, y es necesario crear las condiciones necesarias para incentivar el interés de los inversores privados en este tipo de título.

6.4.2.3. Estructura de los títulos de deuda pública

Analizar la estructura de la deuda y como evolucionó su calidad, es uno de los objetivos de esta tesis. Si bien podemos observar que alguna de las características de emisión han mejorado, el gobierno aún continúa teniendo problemas para emitir su deuda, además de presentar una estructura muy diferente a otros países latinoamericanos con similar grado de desarrollo.

Los problemas que observamos en la estructura de los títulos públicos son: no se produjo un aumento de plazos de vencimiento, la falta de emisiones en moneda local sin ajustes del capital, la elevada proporción de títulos en moneda externa, y la cantidad de títulos que amortizan el capital en cuotas parcial. La mayoría de estas características hacen referencia a la idea de pecado original, es decir, la incapacidad que aún tiene el gobierno para emitir títulos en moneda local a largo plazo (Eichengreen y Hausmann 1999, 2003; Hausmann, Panizza y Stein 2001; Chamon y Hausmann 2002; Eichengreen, Hausmann, y Panizza 2003).

Esta corriente de autores argumenta que altas tasas de inflación, devaluaciones inesperadas de las monedas y episodios de *default* de la deuda, limitan el acceso de los países a la financiación en moneda local y a largo plazo. Estos problemas no son más que un resumen de lo que aconteció en Argentina desde fines del 2001 hasta la actualidad. Esta idea se explicará en el último punto de los problemas relacionados con la estructura de la deuda, ya que nos brinda un visión global de los mismo.

INCAPACIDAD DE ALARGAR LOS PLAZOS DE VENCIMIENTO

Como señalamos en el apartado 6.3.1., una gran proporción de títulos de deuda a corto plazo, genera una mayor vulnerabilidad financiera, ante cambios inesperados de los flujos de capital. Un país puede presentar problemas de liquidez en el caso de que sus obligaciones a corto plazo superan el valor de liquidación de sus activos. Los problemas de liquidez pueden conducir a problemas de solvencia, si los inversores dudan de la capacidad de pago por parte del gobierno. Por otro lado, tener una gran proporción de títulos a corto plazo, aumenta el riesgo de refinanciamiento, ya que si las condiciones del mercado se vuelven más inestables, y este período coincide con la refinanciación de los títulos a corto plazo, los inversores pueden volverse reticentes a seguir financiar al gobierno, o exigir un mayor rendimiento por el aumento del riesgo, lo cual supone un aumento de costos para el mismo.

Cuando comparamos la vida promedio de los títulos de deuda de los mercados emergentes analizados, observamos que la proporción de deuda a corto plazo en todos estos países, es mayor a la de Argentina, lo cual podría llevarnos a concluir erróneamente que Argentina tiene un menor riesgo de refinanciamiento. Sin embargo, la estructura de vencimientos de países como Brasil o México, difiere ampliamente a la de las nuevas emisiones argentinas.

Los vencimientos de los títulos en Argentina se concentran en dos tipos: emisiones con vencimiento hasta diez años en moneda externa, y emisiones en moneda local que no supera los cinco años. A diferencia de ello, en los países Latinoamericanos, los vencimientos se encuentran distribuidos a lo largo de toda la curva de rendimiento, llegando a completar la misma para plazos de vencimiento de treinta años. Por otro lado, observamos que el vencimiento promedio de los títulos de México y Brasil tiene una tendencia creciente. En Argentina la tendencia de los vencimientos es decreciente, evidenciando la disminución de la calidad de la deuda por el aumento del riesgo de refinanciamiento.

Los títulos que emite el gobierno a corto plazo (Letras del Tesoro), los coloca directamente en organismos públicos descentralizados, por lo que, como explicamos anteriormente, el riesgo de refinanciación es menor. Sin embargo, esta situación genera incertidumbre en el mercado, ya

que el hecho de que el gobierno coloque directamente deuda en estos organismos es una señal de la incapacidad por parte del mismo de licitarlos públicamente. En Argentina, si bien las Letes no son una parte muy significativa dentro del total de la deuda, pero sí representa una proporción importante dentro de los títulos en moneda local que se emiten sin ajuste de capital.

A pesar de no llegar a buenos resultados, el gobierno argentino ha intentado alargar los plazos de vencimiento de su deuda. Uno de los primeros intentos fue en el 2005, con la emisión del Boden 2015, cuyo plazo de vencimiento era de diez años. La primera emisión fue suspendida, y la segunda emisión no fue del todo transparente, como explicamos anteriormente. Dos años después fue cuando se emitió un bono a diez años a través del mercado, el Bonar X. Sin embargo, al igual que el resto de las emisiones públicas, no tiene un cronograma de emisión, y se fueron intercalando con colocaciones de Boden 2015 cuyas características de emisión son muy similares.

La última emisión del Bonar X se realizó en noviembre del 2007, y su licitación no fue la excepción, ya que al igual que todos los títulos en moneda externa, el gobierno tuvo que convalidar una tasa de rendimiento muy elevada. Las mismas llegaban al 10,5%, presentando un rendimiento mayor al que este bono mostraba en el mercado secundario. A pesar del esfuerzo del gobierno para aumentar los plazos, los títulos a diez años solo representan el 2% del total de bonos en circulación a fines del 2007.

Si observamos la vida promedio de los títulos en relación a su moneda de emisión, vemos que los títulos que tienen un mayor plazo de vencimientos son aquellos que están denominados en moneda local e indexados por inflación, lo que concuerda con la idea de que el gobierno emite deuda indexada con el objetivo de aumentar los plazos de vencimiento. En relación a los títulos en moneda externa, observamos que tanto los títulos emitidos a tasa variable como a tasa fija, el vencimiento promedio disminuye. En el caso de los títulos a tasa fija, esta situación es consecuencia del aumento de las emisiones a plazos menores. En cuanto a los títulos con cupón variable, la caída de los plazos se debe a que corresponde solo a un bono, el Boden 2012, que a medida que se acerca al vencimiento, su vida promedio cae.

En el cuadro 6.56, presentamos el vencimiento promedio residual de los títulos, es decir que, en el caso de que en una clasificación solo exista un tipo de bono, se presenta el rendimiento residual. En el caso de que exista más de un bono, se realiza el promedio ponderado por el volumen en circulación. El primer caso corresponde a las categorías de: Títulos en pesos a corto plazo (Letes), títulos indexados (Boden 2014) y títulos en moneda externa con cupón variable (Boden 2012). En el caso de los títulos en dólares a tasa fija, en donde encontramos todos los Bonar, es necesario considerar el plazo de vencimiento, pero también el volumen en circulación de cada uno de los títulos, para poder reflejar el peso que cada título representa en el total en circulación. Aclarar, además que, en este cuadro no se incluyen las emisiones en pesos a tasa fija, ya que no tenemos suficientes datos, ya que la única emisión que se realizó fue en junio del 2007, y no tuvo continuidad en el mercado primario, como consecuencia del elevado costo que pagó el gobierno. Por otro lado, en el mercado secundario se pudo observar la falta de interés por parte de los inversores, tanto a través del pequeño volumen negociado, como en la falta de cotización diaria.

Cuadro 6.56. Vencimiento promedio por tipo de título

| | Pesos | | Dólares | | Total |
|--------|-------------|-----------|---------------|-----------|-------|
| | Corto plazo | Indexados | Tasa variable | Tasa fija | |
| dic-05 | 0,07 | 8,75 | 6,59 | 9,76 | 6,46 |
| mar-06 | 0,21 | 8,51 | 6,35 | 7,31 | 6,30 |
| jun-06 | 0,27 | 8,26 | 6,10 | 6,30 | 6,09 |
| sep-06 | 0,20 | 8,01 | 5,85 | 5,92 | 5,83 |
| dic-06 | 0,04 | 7,75 | 5,59 | 5,83 | 5,60 |
| mar-07 | 0,26 | 7,51 | 5,35 | 5,57 | 5,42 |
| jun-07 | 0,07 | 7,26 | 5,10 | 6,90 | 5,58 |
| sep-07 | 0,07 | 7,01 | 4,85 | 6,77 | 5,13 |
| dic-07 | 0,08 | 6,76 | 4,60 | 6,87 | 5,30 |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del MECON

Por su parte, Brasil, México y Chile lograron alargar los plazos de vencimiento con el objetivo explícito de disminuir el riesgo de refinanciamiento. Si bien el vencimiento promedio no es elevado, (entre tres y cinco años), fueron capaces de emitir títulos en moneda externa a plazos muy superiores a los que emite actualmente el gobierno argentino, y emitir títulos a medio plazo en moneda local sin ajustes del capital, ni con tasa cupón variable. Si bien ya mencionamos que otros países de la región lograron aumentar los plazos de vencimiento, es preciso describir como llegaron a cumplir con este objetivo

Un ejemplo de cómo un gobierno alargó los plazos de vencimiento de forma gradual es Brasil. Este país, a partir del 2000, comenzó a emitir títulos en el mercado internacional a veinte, treinta y cuarenta años. Sin embargo, fue en el año 2005 en donde las emisiones que superan los quince años de vencimiento comenzaron a realizarse con frecuencia. En este mismo año, se colocaron cuatro títulos en moneda externa con vencimientos superiores a los veinte años. En el 2006 se realizaron cuatro emisiones, pero esta vez el plazo de vencimiento superaba los veintiocho años, además de colocarse bonos en el mercado internacional en moneda local con vencimiento de quince años. En el 2007 se realizaron casi únicamente emisiones de globales en reales, un total de ocho emisiones con plazos de vencimiento de veintiún años, lo cual muestra la estrategia del gobierno por alargar los plazos de vencimiento. Con respecto al mercado interno, si bien no ha reducido los títulos a corto plazo (LTN), si aumentaron las emisiones de los títulos a medio y largo plazo con cupón fijo (NTN-F), que cuando comenzaron a emitirse tenían un plazo de vencimiento de cuatro años, y en el 2007 comenzaron a emitirse NTN-F con diez años de vencimiento.

México siguió esta misma estrategia, a partir del 2000 comenzó a emitir títulos a tasa fija en moneda local a tres y cinco años. En el 2001 colocó un título a diez años, y en el 2003 logró colocar un título a veinte años.

En Argentina no hay una estrategia explícita de alargar los plazos de vencimiento, plantear una estrategia de cómo el gobierno emitirá bonos a plazos mayores es el primer paso para lograr este objetivo. Sin embargo, somos conscientes de que primero tiene que solucionar el problema de lograr emitir títulos de forma regular, para poder plantearse objetivos de este tipo. Por lo cual, se debería seguir una política para aumentar los plazos de vencimiento en forma gradual. Para ello, en principio, estas emisiones se deberían realizar en moneda externa, y

cuando las circunstancias financieras, tanto internas como externas lo permitan, emitir títulos en moneda local, intentando acercarse a los plazos de vencimiento de los títulos en moneda externa.

TÍTULOS PÚBLICOS EN MONEDA LOCAL INDEXADOS A LA INFLACIÓN

En el 2005, año en el que finalizó el canje de deuda en *default*, el ministro de economía en ese momento, Roberto Lavagna, anunció que suspendía la emisión de títulos que ajustan el capital por CER. En ese mismo año se habían emitido tres series de títulos indexados, los Boden 2014. La deuda ajustada por inflación a fines del 2005 representaba el 53% del total de títulos emitidos en el mercado. Sin embargo, la proporción de títulos fue disminuyendo, llegando al 2007 a representar un 43% del volumen en circulación de títulos públicos. Esta disminución en parte fue consecuencia de la finalización de este tipo de emisiones, y en parte por el aumento del volumen en circulación de títulos con otras características.

En el apartado 6.2.2.5., se presentaron las ventajas y desventajas de emitir títulos indexados a la inflación, no vamos a repetir esta información, pero si describiremos cuales de las ventajas fueron aprovechadas por el gobierno argentino en la emisión de estos bonos, y cuales de las desventajas se observaron en el mercado. Una de las ventajas se refería al aumento de plazos de emisión, es decir, el gobierno puede encontrar más fácilmente financiamiento a plazos mayores a través de estos títulos, ya que el ajuste por inflación disminuye el riesgo de que el activo pierda valor si se producen elevadas tasas de inflación.

El Boden 2014, que es el único título indexado a la inflación que se emitió por medio de licitación pública a partir de la reestructuración, tenía un plazo de vencimiento de aproximadamente siete años y medio que, si bien no se incluye dentro de los títulos a largo plazo, fue el primer título que se emitió en el mercado voluntario luego del *default*. El gobierno argentino no licitó públicamente un bono a plazos mayores al Boden 2014 hasta mediados del 2007.

Otra de las ventajas que se enumera es el ahorro de costos por parte del gobierno, ya que puede ofrecer un cupón menor al que debería ofrecer si en lugar de emitir un bono indexado a la inflación, emitiría un título con cupón fijo. El Boden 2014 se emitió con un cupón del 2%. La diferencia con un bono con cupón fijo se puede observar cuando lo comparamos con el Boden 2015 cuyo cupón es del 7%. Teniendo en cuenta la evolución de la inflación, lo que se puede considerar una ventaja de emitir títulos indexados, termina siendo una desventaja, ya que la tasa de inflación en el 2005 fue del 12,5%, es decir, que el 2% del cupón se le aplicaba a un capital que era por lo menos un 6% más elevado que el monto original emitido, considerando que el cupón se paga con frecuencia semestral, y sin tener en cuenta el precio de emisión. Es decir, que cuando las tasas de inflación son elevadas, es necesario evaluar los costos de emitir títulos indexados en relación a títulos a tasa fija, teniendo en cuenta que, si existen expectativas de un aumento de la tasa de inflación, los inversores van a exigir un mayor rendimiento a los títulos con cupón fijo.

Una de las desventajas que se señala en la literatura, es que estos títulos tienden a ser menos líquidos, ya que al proteger a los inversores de los efectos de la inflación, tienden a

mantenerlos hasta el vencimiento. Cuando observamos el volumen de negociación, vemos que presenta oscilaciones importantes a lo largo del año. Si bien estas variaciones pueden tener una estrecha relación con la iliquidez que naturalmente tienen este tipo de bonos, no podemos apoyarnos solo en eso, ya que a lo largo de los últimos años, además de la crisis financiera internacional que tuvo como consecuencia la caída de los flujos financieros hacia los mercados emergentes, la incapacidad del gobierno de publicar indicadores confiables, llevó a generar una desconfianza en relación a los bonos indexados a la inflación, lo cual se puede observar en las sucesivas caídas que presentó el volumen de negociación a lo largo del 2007.

Si bien la mayoría de los países Latinoamericanos, emiten títulos indexados a la inflación, muchos de ellos, con excepción de Brasil, en los últimos años intentaron disminuir estas emisiones sustituyéndolas por emisiones a tasa fija. El gobierno de Brasil, aumentó el volumen de títulos indexados a lo largo de los últimos años. Este país, está aprovechándose de una de las ventajas que señalamos: el aumento de los plazos de emisión, así como de la sustitución de títulos con tasa cupón variable, por títulos indexados. Con este canje de títulos escalonadamente, el gobierno Brasileño logró además, homogeneizar su deuda, ya que este país tenía en circulación varios títulos que estaban referenciados a diferentes tasas de interés o diferentes índices de precios.

En México, los títulos que se emiten indexados a la inflación son los Udibonos, emitidos en Unidades de Inversión, unidad monetaria que refleja diariamente las variaciones del índice de precios. Estos títulos representan un volumen muy importante, si tenemos en cuenta que, de los cuatro tipos de bonos que se emiten en el mercado interno por medio de subastas ordinarias, estos títulos representan un 14% del total. Los Udibonos disminuyeron su participación en el volumen en circulación hasta el año 2005, llegando a su participación mínima del 9%, del 23% que representaban en el 2000. Sin embargo, en los últimos años, estos títulos, al igual que los títulos indexados a la inflación de Brasil, han aumentado hasta llegar al 14% en el 2007.

Chile tiene el mismo sistema que México para emitir títulos indexados, ya que los emite en una unidad monetaria, denominada Unidades de Fomento. Este país si logró disminuir el volumen en circulación de sus títulos, ya que en el 2000, el 84% de las emisiones que realizaba el Banco Central de Chile, estaban denominadas en Unidades de fomento. A fines del 2007 el volumen de estos títulos pasó a representar el 60% de los títulos emitidos por este organismo.

Si bien vemos que en otros países al igual que en Argentina han aumentado las emisiones de bonos indexados a la inflación, se realizaron principalmente con los siguientes objetivos: aumentar los plazos de financiamiento del gobierno, canjear deuda cuya tasa cupón es variable y/o a corto plazo. Uno de los países que sustituyó títulos a corto plazo y con tasa cupón variable, por títulos indexados fue Brasil. En este país, a partir del año 2003 el gobierno comenzó a sustituir las emisiones con vencimientos menores a doce meses y a tasa cupón variables, incrementando las emisiones con cupón fijo e indexadas a la inflación, ya que este último era un activo altamente demandado por los inversores institucionales.

En México, sin embargo, la sustitución de emisiones se realizó prácticamente por títulos a tasa fija. Las emisiones de títulos con cupón fijo, pasaron de representar un 1,4% en el 2000, hasta representar el 72% dentro del volumen de circulación en el año 2007.

En los países desarrollados la mayoría de las emisiones se realizan con cupón fijo y capital sin ajuste. Sin embargo, existen algunas excepciones, como por ejemplo el gobierno del Reino Unido. En este país, los títulos indexados a la inflación representaban en el 2006 un 24% del volumen en circulación, y a fines del 2007, aumentaron su participación en el mercado, llegando a representar un 27% del volumen en circulación. Estados Unidos también emite títulos indexados, si bien el porcentaje es menor, aumentaron del 8,4% en el 2006 al 10% en el 2007.

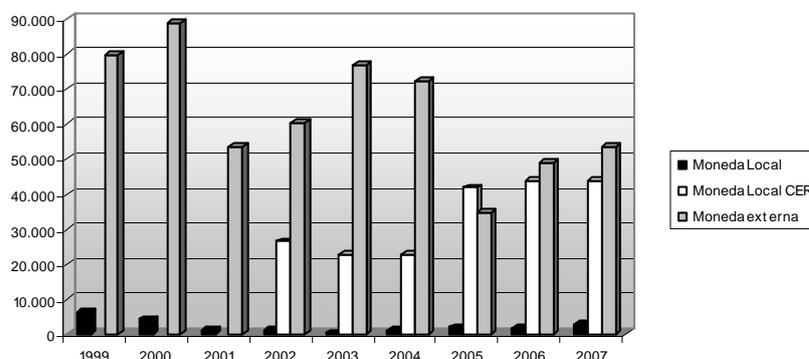
Si bien emitir títulos indexados es una de las recomendaciones en el caso de que el país no pueda alargar sus plazos de vencimiento, en Argentina los títulos indexados no son una buena opción para el gobierno, ya que se espera que la tasa de inflación aumente. Por otro lado, debido a la manipulación del IPC, en el mercado secundario se pueden observar grandes oscilaciones en los precios, lo cual es una mala señal para aquellos inversores que estén interesados en adquirir estos títulos. Por lo tanto, en concordancia con el punto anterior, deberíamos plantearnos la posibilidad de que, una vez que se logre aumentar los plazos de vencimiento de la deuda en moneda externa, el gobierno debería intentar sustituir deuda indexada por deuda en moneda local a tasa fija.

ELEVADA PROPORCIÓN DE TÍTULOS EN MONEDA EXTERNA

En el mercado argentino a fines de la década del '90, el 93% de los títulos emitidos por el sector público estaban nominados en moneda externa. En el año 2004, antes de la finalización del canje, las emisiones en pesos habían llegado a un 25% del total en circulación, pero la mayoría de esta deuda había sido pesificada compulsivamente.

En diciembre del 2007, ya la deuda en pesos llegaba a representar el 48% del total de bonos públicos en circulación, lo cual se puede considerar como una mejora en la calidad de la deuda en comparación con las emisiones anteriores al 2000. Sin embargo, hay que considerar que el 46% del total estaba indexado al coeficiente CER. En el gráfico 6.37. se presenta la información de lo que acabamos de explicar.

Gráfico 6.37. Volumen en circulación de bonos públicos por moneda de emisión



Fuente: Elaboración propia en base del MECON

En el total de los títulos en circulación en moneda externa a fines del 2007 (53.624 millones de dólares), el 15% aproximadamente forma parte de lo que denominamos deuda nueva. Como vimos, el 5% corresponde a nuevas emisiones de Boden 2012 y el restante 10% a los Bonar. Si bien son títulos en moneda externa, la emisión de estos últimos bonos fue un paso importante por parte del gobierno, ya que son títulos con tasa fija y amortización al vencimiento.

Los títulos que se emitieron para canjear títulos en *default* en moneda externa se emitieron con características poco uniformes, ya que el gobierno buscaba la total aceptación del canje por parte de los tenedores. Cuando retornó al mercado de capitales en el 2005, emitió un título con cupón variable el Boden 2012, que tenía la ventaja de que en el próximo año comenzaban los pagos de amortización.

En junio del 2007 se emitió por primera vez un título en pesos con tasa fija, denominado Bonar ARG V. El rendimiento que pago en la emisión fue del 11,7%, muy lejana a la que había pagado un mes antes el Bonar X en dólares y a diez años, cuya rendimiento se fijó en un 8,44%. Si bien el Bonar ARG V se consideró un gran logro para el mercado argentino, los precios en el mercado secundario mostraron una continua tendencia decreciente, así como la cantidad y el volumen de negociación. Esta situación muestra el poco interés por parte de los inversores en títulos en pesos a tasa fija.

Por un lado, el aumento de las expectativas de inflación constituyó una influencia negativa sobre el Bonar ARG V, ya que la tasa de inflación esperada se estimaba en un 20% durante el 2007. Por otro lado, el aumento del riesgo país, influye en mayor medida en la demanda de títulos en moneda local que en moneda externa, ya que los inversores externos son los primeros en salir de los títulos en moneda local, cuando ven que el riesgo del país tiene una tendencia alcista.

La incapacidad de pedir prestado a tasa fija en moneda local y a largo plazo, como mencionamos anteriormente, se denomina pecado original. Los autores de esta teoría parten de que los países emergentes cuentan con unas características determinadas que les impide mejorar la calidad de su deuda. Sin embargo, varios autores se dedicaron a estudiar las causas del pecado original y las conclusiones son varias. La dimensión de la economía y de los mercados financieros aparece como la principal causa, que explicamos anteriormente. Por otro lado, algunos autores opinan que el pecado original está relacionado con la evolución de las principales variables macroeconómicas como: la elevada tasa de inflación, la alta tasa de los servicios de la deuda sobre el PIB, etc.

Sin embargo, y como observamos a partir de analizar la evolución de la estructura de otros países emergentes, otros autores argumentan que varios mercados emergentes pudieron superar el pecado original, y analizaron las medidas que se tomaron en los mismo, entre las que se destaca la aplicación de una política monetaria sólida que ayude a la ampliación de la base de inversores, reduzca la volatilidad de los precios, disminuya la relación de la deuda pública sobre el PIB y ayude a construir una curva de rendimiento a largo plazo.

Uno de los problemas que tiene Argentina es que no se propone un plan a seguir en cuanto a políticas económicas, no se conocen los objetivos del gobierno a medio y largo plazo, como tampoco como van a solucionar problemas inmediatos como la crisis energética, la inflación creciente, la diferencia entre los datos oficiales y los privados, el pago de la deuda con los

holdouts, el conflicto con las retenciones a las exportaciones, etc., todos ejemplos claros de que no se están planteando soluciones a problemas inmediatos, ni una política sustentable a largo plazo, lo cual es característica común de todos los gobiernos a partir de la década del '90 hasta la actualidad.

AMORTIZACIÓN PARCIAL DEL CAPITAL

Argentina es el único país de los analizados tanto en el capítulo 2 como en el capítulo 3 que tiene títulos públicos que amortizan el capital en cuotas parciales. Si bien la mayoría de estos títulos se emitieron para el canje de deuda, a partir del 2005 también podemos observar emisiones que tienen esta característica: los Boden 2014 ajustados por inflación y los Boden 2012 en moneda externa y con tasa cupón variable. Estos títulos representan una parte importante en el total de emisiones, un 13%. Sin embargo a lo largo del 2007 no se realizaron emisiones de este tipo, evidenciando una mejora en la evolución de las características de amortización.

La amortización parcial es una forma de atraer inversores, ya que los mismos van recuperando la inversión en cuotas antes de que el bono venza. La mayoría de los títulos que se presentaron para el canje tenían amortización parcial, lo cual era una forma de incentivar a los inversores para que accedan al canje. Sin embargo, para el gobierno es una fuente de riesgo, basta con mirar el ejemplo del Boden 2012, el cual a partir del 2006 comenzó a pagar las amortizaciones del capital, cuyos pagos exigían un esfuerzo mayor de financiamiento, y la necesidad de emitir deuda durante periodos de turbulencia de los mercados financieros internacionales, como en agosto del 2007. Si la amortización se realiza al vencimiento, el gobierno puede planificar la devolución del principal en un solo pago, y no tener que planificar año a año erogaciones importantes de su presupuesto.

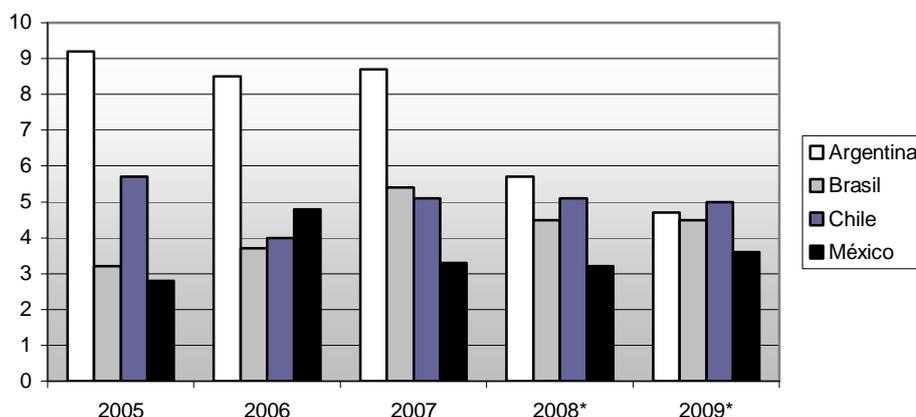
6.4.2.4. Problemas Políticos/Institucionales

A partir de la reestructuración de la deuda, Argentina ha logrado mejorar los principales indicadores macroeconómicos, como PIB, saldo de la balanza fiscal, saldo de la balanza comercial, nivel de reservas, etc. Cuando observamos las previsiones de estas variables, vemos que en muchos casos superan el crecimiento de la mayoría de los países vecinos. Sin embargo, el gobierno sigue siendo incapaz de disminuir la vulnerabilidad financiera de la economía ante el surgimiento de condiciones externas adversas. Esto se observa principalmente en la variabilidad de los precios y los rendimientos de los bonos públicos, y en la incapacidad del gobierno de mejorar la calidad de su deuda, como vimos en el apartado anterior.

A partir del estudio que realiza el Banco Mundial periódicamente, en donde se comparan las expectativas de las principales variables macroeconómicas de los países latinoamericanos, observamos que Argentina es uno de los países que más crece, más superávit comercial y fiscal se espera que tenga, además de tener una perspectiva de crecimiento del nivel de reservas, superior a otros países vecinos. Por lo que nos preguntamos, ¿cuál es la causa de

que no pueda mejorar la calidad de la deuda si las variables macroeconómicas muestran una mejora continua de la economía en su conjunto?. Como observamos en el gráfico 6.38, si bien la tasa de crecimiento del PIB cae en el año 2008 y 2009, ninguna de las economías vecinas, excepto Chile, superan el crecimiento de esta variable.

Gráfico 6.38. Variación del PIB anual (%)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

Otras variables que evolucionaron favorablemente y se espera una tendencia aun mejor fueron el superávit fiscal (que en las estadísticas se denomina saldo del sector público), y la balanza de la cuenta corriente, dos fuentes alternativas de financiamiento público, pero además, dos fuentes de ingresos que se utilizan en determinados momentos para pagar los servicios y el capital de la deuda en circulación. En el cuadro 6.57 se puede observar que las proyecciones para el 2008 son mejores en Argentina que en otros países.

Cuadro 6.57. Evolución y proyecciones del balance del sector público y el comercial

| | Saldo del sector publico (% del PIB) | | | Saldo de la cuenta corriente (% del PIB) | | |
|------------|--------------------------------------|------|------|--|------|------|
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2006 | 2007 | 2008 |
| Argentina* | 1,8 | 1,5 | 1,3 | 3,4 | 2,2 | 2 |
| Brasil | -3 | -3,6 | -3 | 1,4 | 0,7 | -0,1 |
| Chile* | 7,7 | 8,1 | 5,8 | 4 | 4 | 1,6 |
| México | 0,2 | 0 | 0 | -1,5 | -1,6 | -1,1 |

*El saldo del sector público únicamente corresponde al gobierno central

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial y del BBVA

Dentro de este contexto, deberíamos analizar la acumulación de reservas internacionales, ya que al igual que los dos indicadores anteriores, se utiliza para medir la capacidad que tiene el gobierno para pagar la deuda, pero en este caso, la deuda con vencimientos a corto plazo. Este indicador no se incluyen en el cuadro anterior porque no tenemos las proyecciones. Las reservas como porcentaje de pasivos de deuda en el 2006 eran para argentina el 72,8% del

PIB, para México y Brasil no superaban el 30%. Las reservas internacionales en Chile, por su parte, representan un 98,3% del PIB, siendo el único país que supera a la Argentina. Si bien explicamos los problemas que se generan dentro del mercado de capitales, es necesario plantear que tipo de problemas que se presentan fuera del mercado que limitan la estructura de la deuda y afectan su comportamiento dentro del mercado.

Como mencionamos anteriormente, una de las causas del pecado original es la falta de credibilidad que tienen los países emergentes en cuanto a la fortaleza en la aplicación de sus políticas fiscales y monetarias. Claessens, Klingebiel, y Schmukler (2004) argumentan que los países con más cantidad de instituciones democráticas tienen un mercado de bonos del gobierno más grande, ya que aumenta la credibilidad de los inversores en el estado, mejora la calidad de las decisiones políticas, los contratos tienen mayor legitimidad, etc.

Las emisiones arbitrarias al gobierno de Venezuela, el caso del INDEC, la falta de negociación con los acreedores que dejó el *default* en el 2001 son claros ejemplos de falta de reglas claras de política económica. Sin embargo, que existen otras en términos de formulación de políticas, es decir, bien la implementación de políticas muy discutibles dentro de la sociedad, o bien la falta de políticas estructurales, que de una forma u otra, terminan afectando al mercado de capitales. Algunos ejemplos de políticas muy cuestionadas fueron los controles de precios con el objetivo de disminuir el crecimiento del IPC, el pago anticipado de la deuda con el FMI, por otro lado, la crisis energética, un ejemplo de la incapacidad de realizar una política a largo plazo, que impactó sobre el proceso productivo de toda la economía, que tuvo y tendrá impacto muy importante sobre toda la economía, como explicaremos más adelante.

En el ámbito de la política económica, es necesario plantear reglas claras de funcionamiento y solucionar cuestiones que aun quedan pendientes desde que se reestructuró la deuda pública, Si bien la solución del problema no es difícil de pensar, si es difícil de implementar. Debería ser necesario plantear un cronograma de financiamiento con los tenedores de títulos en *default*, ya que si bien se remarcó que no iba a haber un plan de canje alternativo al que se planteó en el 2005, todos los acreedores financiaron al gobierno y tienen el derecho a que el mismo cumpla con sus obligaciones. Este paso es fundamental para Argentina vuelva a considerarse como una de las alternativas de inversión sin la necesidad de que para ello, el gobierno tenga que emitir deuda a costos muy superiores a los de sus países vecinos.

Como mencionamos en la introducción de este apartado, es necesario observar el contexto propio de cada país, ya que las condiciones tanto políticas como institucionales, nos llevan a entender, en parte, el porque de la incapacidad con la cual se encuentra Argentina a la hora de ingresar al mercado de capitales, y cuales son los problemas que afectaron las expectativas de los inversores en relación con el riesgo de este país.

PROBLEMAS DE MEDICIÓN DE VARIABLES FUNDAMENTALES DE LA ECONOMÍA: CASO INDEC

Los problemas políticos en Argentina son los que afectan en mayor medida el desarrollo del mercado de capitales. Si bien en el 2005 y 2006 se produjo un flujo de capitales muy importante hacia todos los países emergentes, el gobierno no pudo aprovechar ese exceso de

liquidez internacional para financiarse a bajo costo, que si aprovecharon otros mercados emergentes.

En el 2007, con la crisis financiera de Estados Unidos, los flujos de capitales habían disminuido, y el panorama económico de Argentina había cambiado. Uno de los principales hechos fueron los problemas que surgieron alrededor de la publicación del Índice de Precios al Consumidor (IPC). La supuesta manipulación del IPC afecta a la credibilidad del país en general, y en particular al mercado de bonos públicos.

La elevada proporción de títulos indexados a la inflación fue uno de los motivos que llevó al gobierno a publicar una tasa de crecimiento del IPC menor a las publicadas por fuentes estadísticas privadas. Según varios economistas, cada punto de inflación significa 400 millones de dólares para el gobierno, y si se considera la diferencia entre la inflación oficial y la estimada para el 2007 el gobierno ahorró 2800 millones de dólares. En parte, significa un ahorro en cuanto a los servicios de la deuda indexada a la inflación. Sin embargo, la pérdida de credibilidad del gobierno provoca un aumento de los costos que tiene que afrontar para seguir financiándose por medio de emisiones de títulos públicos. Además, en un país como Argentina, que sufrió procesos inflacionarios importantes, el aumento de la tasa de inflación genera efectos importantes sobre las expectativas de los agentes económicos. Por lo que el gobierno evita hablar de la inflación e intenta modificar este indicador ya que es una variable que perjudica en gran medida la imagen del gobierno actual.

El problema de la manipulación de la tasa de inflación comenzó con el anuncio del IPC de enero del 2007, cuando varios empleados del Instituto de Estadísticas y Censo (INDEC) denunciaron que el gobierno los había presionado para cambiar el resultado de las encuestas. En ese mismo período, el gobierno reemplazó a la directora del área del INDEC que calcula el IPC, sustituyéndola por una interventora. La subvaluación del índice de precios provocó una serie de enfrentamientos entre el ministerio de economía y los empleados del instituto de estadísticas. Por otro lado, se sucedieron los despidos de los principales cargos directivos del INDEC, que finalizaron en agosto del 2007. Los directivos separados de cargo, así como los mismos empleados del organismo, realizaron diferentes presentaciones judiciales, en las cuales se denuncia la manipulación del IPC por parte del Ministerio de Economía a través de la Secretaria de Comercio.

Se abrieron diferentes causas judiciales, una de las cuales llevó a que se publicara el Dictamen del Fiscal de Investigaciones Administrativas, en el cual se presentan las denuncias en relación a la falta de independencia del Secretario de Comercio con los funcionarios nombrados por el Ministerio de economía para calcular el IPC. Luego se sucedieron indagatorias, allanamientos del organismo, etc. El mes de enero no fue el único mes en que el IPC publicado no coincidía con el estimado, ya que el gobierno modificó los bienes que se incluían para medir este indicador a lo largo de todo el año. Si bien es difícil cuantificar el verdadero valor del IPC, ya que la información proviene de opiniones de especialistas en los periódicos más importantes de Argentina, no contamos con una fuente de información alternativa. A partir de un informe del diario Clarín, en donde se presentan las diferentes estimaciones privadas del IPC, se observan que todas las estimaciones se encuentran por encima del IPC oficial, que para el 2007 se estimó en 8,1% anual. Esta información se presenta en el cuadro 6.58.

Cuadro 6.58. Principales estimaciones de la variación del IPC anualizadas

| Persona o empresa que realiza la estimación | | IPC estimado |
|---|--|--------------|
| Mauricio Macri ^(a) | Jefe de Gobierno de laCapital Federal | 34,64% |
| Ecolatina | Consultora de Roberto Lavagna, ex ministro de economía | 15% |
| Ricardo López Murphy | Ex ministro de economía | 27% |
| Adelco ^(a) | Asociación de consumidores | 30,56% |
| UCA | Universidad Católica | 9,30% |
| UTD | Universidad Torcuato Di Tella | 15% a 20% |
| Consultora SEL ^(a) | Consultora privada | 31,44% |
| Consultora Equis ^(a) | Consultora privada | 30,48% |

^(a) Estas estimaciones se publicaron para el primer semestre del 2007, en este trabajo se anualizaron para poder compararlas

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Clarín, 26 de agosto del 2007

Las importantes diferencias entre las estimaciones oficiales y privadas dieron lugar a fuertes variaciones tanto de los precios como de los montos negociados de todos los títulos públicos, lo que se conoció como “efecto INDEC”. Sin embargo, el efecto sobre los bonos se observó en el mercado meses posteriores al comienzo del conflicto. Una de las causas fue que los inversores esperaban que la intervención del INDEC así como la subvaluación de la inflación no fuera una constante, como sí lo fue. Por otro lado, el rendimiento de los bonos indexados, aun con una inflación subestimada, era muy superior a la de los activos de otros mercados emergentes, por lo que en muchos casos los inversores decidieron seguir tomando riesgos.

La manipulación del IPC lleva a que se ponga en duda la voluntad de pagar la deuda contraída, aunque datos como superávit fiscal y crecimiento económico presenten tendencias positivas. En este sentido no estamos hablando de un *default* como en el 2001, pero si del compromiso que el gobierno asume a partir de que emite títulos con características determinadas. Es decir, si el gobierno emite títulos indexados, pero después subestima la inflación, se puede considerar como el incumplimiento de la obligación de pagar una tasa cupón que se calcula a partir del ajuste del capital por la tasa de inflación.

A mediados del 2007 al problema interno se sumó la crisis hipotecaria de Estados Unidos, lo que llevó a que se sintiera el aumento de la aversión al riesgo de los inversores internacionales, y una importante salida de capitales de los activos de los países emergentes, principalmente los más riesgosos, hacia activos con menor riesgo. Si bien esta crisis fue generalizada, los países que mayor impacto sintieron fueron aquellos que presentaban una mayor vulnerabilidad de su economía, entre ellos Argentina, en donde los precios de los bonos experimentaron una caída importante, además del aumento constante del riesgo país, tendencia que se mantuvo a principios del 2008.

En este apartado presentamos el problema de la manipulación del índice de precios, y como ante un fenómeno externo, como la crisis norteamericana, el mercado de capitales se desploma, poniendo en evidencia que, a pesar de la evolución favorable de otras variables

económicas como PIB, superávit fiscal, etc., Argentina se sigue considerando uno de los países más riesgosos de la región.

La visión que el inversor externo tenía sobre la evolución de la economía ha cambiado, ya que anteriormente las expectativas sobre la evolución de la economía se centraban en la tendencia positiva de las principales variables macroeconómicas, sin embargo, la pérdida de confianza sobre las estadísticas oficiales está provocando que los inversores vean a la Argentina como uno de los países más riesgoso de Latinoamérica, lo cual explica en parte el elevado riesgo país que se le asignaba a las inversiones en Argentina, y como consecuencia de ellos, los diferenciales de costos que el gobierno tuvo que pagar para emitir deuda a lo largo de todo el 2007.

FALTA DEUDA POR REESTRUCTURAR: CLUB DE PARÍS Y LOS *HOLDOUTS*

En el proceso de reestructuración de la deuda, luego del *default*, Argentina logró canjear aproximadamente el 75% de la deuda, canjeando los bonos anteriores por bonos con mayor plazo de vencimiento, y con una quita importante del valor de la deuda anterior. El 25% restante no ingresó al proceso de canje, y aún tiene los bonos públicos en sus manos, sin ningún tipo de solución. Estos tenedores son los que se denominan *holdouts*, nombre que hace referencia a su estado actual, señalando que quedaron fuera del proceso de canje. Si bien el gobierno argentino cuando presentó su propuesta de canje expresó que iba a ser la única oportunidad para canjear deuda que iban a tener los que mantenían títulos argentinos, varios bonistas decidieron no participar de la oferta, ya que no aceptaban la quita de capital que proponía el gobierno.

Se estima que el monto de la deuda que mantienen los *holdouts* es de 20 mil millones de dólares, lo cual representa aproximadamente el 24% de la deuda en *default*. Si bien el gobierno había anunciado que no habría una oferta alternativa para aquellos bonistas que no ingresaran al canje, es imposible negar que esa deuda exista y que es necesario encontrar una solución. Por otro lado, las presentaciones judiciales de estos acreedores, impiden que Argentina emita deuda en el mercado internacional, lo cual no quiere decir que podamos encontrar una mejor alternativa que en el mercado doméstico, pero sí, tener un abanico más grande de posibilidades de financiamiento. Otro conjunto de acreedores con el cual el gobierno no negoció su deuda es el denominado Club de París. Este grupo es un conjunto de representantes de países desarrollados acreedores de deuda pública, en total suman 19 países. El origen de sus relaciones con Argentina se remota a 1956, y a partir de ese año se realizaron nueve renegociaciones de la deuda argentina.

La última tuvo como objetivo negociar la deuda que había caído en *default* a partir de la crisis argentina en el 2001. Esta deuda sumaba a fines del 2001 1.879 millones de dólares, cuyo monto ascendió en el 2005 a 6450 millones de dólares, por intereses atrasados, revalorizaciones de las monedas en las cuales estaba denominada esa deuda, y un préstamo que el gobierno español le cedió a la Argentina luego de *default*. Si bien la deuda del Club de París no ingresaba al canje como la deuda de los bonistas, si era necesario las negociaciones para su reestructuración.

En enero del 2007 Argentina realizó una propuesta de pagar el monto adeudado en diez años, y sin ninguna quita de capital. Sin embargo, no se llegó a ningún acuerdo hasta el momento. La falta de acuerdo se produjo porque bonistas externos que no ingresaron al canje (*holdouts*) son ciudadanos de muchos de los países que integran este grupo, los mismos reclaman que se llegue a un acuerdo con los tenedores de bonos en sus respectivos países para continuar la negociación con el Club de Paris, y como el gobierno no mostró ningún tipo de intención por renegociar esta deuda, el acuerdo no se cumple. La falta de las negociaciones con el Club de Paris influye directamente sobre las inversiones productivas y las inversiones en infraestructura, ya que estos países son el origen de la inversión externa directa, debido a la cantidad de empresas que tienen en Argentina.

Por otro lado, y al igual que ocurre con los *holdouts*, la inexistencia de negociaciones lleva a que los inversores no puedan recuperar la total confianza en el gobierno argentino, y esta falta de confianza lleva a que las tasas de rendimientos que el gobierno tenga que pagar para conseguir financiamiento, sea más elevadas que para otros países vecinos.

FALTA DE SEGURIDAD JURÍDICA

La seguridad jurídica es muy importante para el funcionamiento del mercado financiero en su conjunto, si no existen mecanismos jurídicos para que, en el caso de incumplimiento por parte del deudor, el acreedor tenga herramientas jurídicas para poder obligar al deudor a cumplir con lo pactado, los inversores potenciales no asignara sus fondos, o si, pero exigirán un rendimiento muy elevado por el riesgo de *default* a que se están exponiendo.

Las seguridad jurídica en el mercado de capitales, se ha estudiado principalmente en el sector privado. Sin embargo, el gobierno también puede dejar de pagar sus deudas, lo que sucedió en Argentina en el 2001. El hecho de que el gobierno haya declarado la cesación de pago de la deuda pública, y queden aun tenedores de bonos que se encuentran en *default*, lleva a un aumento de la desconfianza entre los inversores de la posibilidad que exista situación similar, además de la incertidumbre en cuanto a la intención del gobierno en reestructurar la deuda de una manera equitativa. Para atraer inversiones, tanto productivas como financieras, se requiere, entre otras cosas, fortaleza institucional y seguridad jurídica. Un país en el cual no se puede confiar en los mecanismos por los cuales se obliga a un deudor a cumplir con sus obligaciones, además de los cambios constantes de las reglas de políticas, no resulta atractivo para que los inversores tengan interés en adquirir activos financieros, sean a corto o a largo plazo, públicos o privados.

Una de las posibles soluciones que adoptaron otros países como Brasil y México, fue aumentar las emisiones bajo leyes de otros países. Emitir títulos de deuda con otra legislación lleva a que los inversores se sientan seguros de que existe una ley internacional que obligará al gobierno a cumplir con sus obligaciones. Sin embargo, esta posibilidad no se encuentra disponible para el gobierno, debido a la existencia de los *holdouts*, lo cual impide que el mismo pueda emitir deuda con legislación de otro país.

PROBLEMAS DE POLÍTICA ECONÓMICA: CONTROL DE PRECIOS Y PAGO ANTICIPADO AL FMI

El pago anticipado al FMI y el control de precios para sostener la inflación de la economía, fueron dos hechos muy importantes, que si bien, no tienen relación uno con otro, creemos que son dos ejemplos claros de cómo el gobierno adopta medidas arbitrarias, a pesar de las consecuencias negativas que suponen estas decisiones.

A fines de diciembre del 2005, el gobierno decidió saldar la deuda que mantenía con el FMI. Sin embargo, esta decisión estuvo marcada por la polémica desde varios sectores de la sociedad. En primer lugar, se criticó el pago por adelantado a uno de los acreedores, ya que los pagos se realizaban anualmente dejando de lado la reestructuración de la deuda pendiente con el Club de París y con los Holdouts. En segundo lugar, el gobierno pagó una deuda cuyo costo era aceptable, un 4,5% anual, y cuando en el mismo mes había colocado el Boden 2012 a Venezuela cuyo rendimiento ascendió al 9,22%.

Por otro lado, se utilizaron el 40% del total de las reservas que tenía el BCRA. Esta medida se pudo realizar a partir de la publicación, a fines del 2005, de un decreto de necesidad y urgencia, por el cual el gobierno determinó cuáles eran las reservas internacionales que pueden ser de la autoridad monetaria y cuáles son de "libre disponibilidad" para ser utilizadas por el Tesoro para pagarle al FMI. Antes de este decreto, la totalidad de las reservas internacionales eran del Central y estaban comprometidas a sostener el valor del peso. Esto suponía el aumento de la debilidad del BCRA ante hechos inesperados como corridas cambiaria o bancarias, ya que a partir del desembolso de reservas, el Banco Central se quedó con menos disponibilidad de divisas para enfrentar una creciente desconfianza en el peso.

Uno de los objetivos del gobierno fue independizarse de los controles permanentes que el organismo internacional realizaba sobre la economía argentina, y de las exigencias por parte del mismo, ya que el gobierno debía negociar con estos organismos las decisiones sobre determinadas variables macroeconómicas como el nivel de superávit, eliminación de retenciones, el aumento de tarifas de los servicios públicos, etc. Por otro lado, el jefe de gabinete argumentó que con este pago, Argentina "recupera la credibilidad frente al mundo", ya que da una señal de que, con el ahorro que se estaba generando en el sector público, se pagaban las obligaciones contraídas por el gobierno.

Las consecuencias negativas de esta decisión están íntimamente relacionadas con el mercado de capitales, ya que el hecho de presentar informes de la deuda periódicamente a un organismo internacional, aumenta la confianza de los inversores en que, al tener una regulación interna muy debilitada, esta supervisión la realice un organismo supranacional. Con este razonamiento no estamos promoviendo la intervención del FMI en las políticas económicas, solo apoyar la idea que, mientras la economía argentina no genere un ambiente estable de inversión, parte de la confianza se puede recuperar a través de la supervisión del FMI. Sin embargo, cuando la economía solucione los problemas tanto políticos como institucionales, si es recomendable que sea más independiente, para poder tomar las medidas necesarias en base a sus necesidades internas.

A partir de mediados del 2006, el gobierno comenzó a aplicar una política de control de precios, con el objetivo de sostener el crecimiento del IPC. El control de precios se centró en acuerdos con algunas empresas para mantener los precios de sus productos e imponer restricciones a

las exportaciones de determinados productos para disminuir sus precios en el mercado interno. Si bien este tipo de políticas pueden reducir las expectativas inflacionarias en el corto plazo, la persistencia en el tiempo, así como la generalización de estos controles hacia los diferentes sectores económicos, pueden provocar efectos adversos en cuanto a la calidad del producto y a la capacidad de crecimiento de las empresas, así como sobre la continuidad de su producción. En términos de la calidad del producto, el empresario puede fabricar el mismo producto con una disminución de su calidad, o una disminución de su cantidad. En cuanto a la continuidad de la producción, si la inflación esta generalizada en toda la economía, el aumento de los precios de los insumos llevará a que en un determinado momento los ingresos no alcancen para cubrir los costos de producción. Por otro lado, los controles de precios deprimen a la economía, ya que en una economía con proyecciones de crecimiento, no es conveniente priorizar los controles de precios por encima de la posibilidad de crecimiento de los diferentes sectores de la economía.

La política de control de precios, no fue totalmente consensuada con los diferentes sectores productivos, lo cual generó conflictos entre el gobierno y los sectores a los cuales se les quería imponer estos controles. Las negociaciones que se realizaron a través del ministro del interior Guillermo Moreno, han estado marcadas por la falta de acuerdo de los sectores más importantes de la economía, y por las presiones insistentes por parte del ministro, muchas de ellas llevadas a la justicia sobre todo, el sector alimentario, y en varias ocasiones algunos de estos sectores han denunciado presiones y amenazas si no cumplían con los precios fijados¹³⁶.

PROBLEMAS ESTRUCTURALES: LA CRISIS ENERGÉTICA

La crisis energética tiene sus orígenes a principio de los '90, ya que las diferentes privatizaciones de empresas del sector energético, no incluían cláusulas que obligaran a estas empresas a realizar inversiones productivas a lo largo del tiempo. La falta de estas inversiones llevó a que en el año 2007 se produjeran importantes cortes del suministro eléctrico y durante los meses de junio, julio y agosto el abastecimiento de combustible tanto para el transporte urbano como comercial, era moneda común en el país. El estallido de la crisis se produjo en junio del 2007, cuando MetroGas, Gas Natural BAN y Camuzzi interrumpían el suministro de Gas Natural Comprimido (GNC). Se produjeron varios cortes de electricidad y el gobierno pidió al sector empresario que ahorre energía en sus procesos de producción. Este pedido, así como la sospecha de que los cortes energéticos no iban a ser un caso aislado, produjeron grandes dudas entre los inversores.

En el mercado bursátil el efecto es directo, si las empresas disminuyen la producción por restricciones energéticas, esta disminución de su actividad se ve reflejada directamente en los balances de las mismas. El Merval finalizó junio con una caída acumulada del 2,3%, que fue consecuencia tanto de la disminución de la actividad industrial como de la crisis financiera internacional que ya comenzaba a afectar a los mercados emergentes. El mercado de bonos también sintió los efectos de la crisis energética, a causa de la incertidumbre en relación al crecimiento previsto del PIB, por la disminución de la actividad industrial. Si bien el gobierno

¹³⁶ Fuerte presión del Gobierno sobre el mercado de Liniers. La Nación, 20 de enero de 2007. Duro cruce entre una asociación de consumidores y Moreno. Infobae Profesional, 22 de Octubre de 2007. Un ex funcionario acusó ante la Justicia a Moreno por presiones. Clarín, 28 de marzo de 2007.

hablaba de una crisis estacional por el aumento del consumo de energía, varios analistas destacaban que el problema se debía a que el sector no tiene más capacidad de aumentar la producción de energía. El problema es que, con perspectivas de crecimiento de la economía, el gobierno debería haber previsto el crecimiento de la actividad industrial y con ello, el crecimiento de la demanda de energía que, con la infraestructura existente en el país, no se podía cubrir. La falta de inversiones en este sector y la incapacidad del gobierno para alentar este tipo de inversiones, llevó a que se redujera la producción industrial y como consecuencia, la disminución de la tasa de crecimiento del PIB que se había pronosticado.

Si bien los cortes de energía comenzaron a principios de junio, el gobierno no reconoció que existía una crisis energética hasta enero del 2008. Hasta ese momento, el secretario de energía del gobierno consideraba los problemas energéticos como estacionales y climáticos, ya que en el periódico La Nación declaró que "...las dificultades del sistema están vinculadas al clima. Si esas anomalías climáticas se resuelven, habremos superado el cuello de botella." La falta de aceptación de la crisis se sustenta en que para superarla hubiese sido necesario realizar ajustes por medio de políticas "poco populares" como: ajustar las tarifas y restringir el uso de la energía en el sector residencial. Sin embargo, este tipo de medidas no se iban a tomar, ya que en octubre había elecciones presidenciales y la principal candidata era la esposa del presidente actual. En lugar de estas políticas, el gobierno subsidió a empresas por los cortes que habían sufrido. La crisis energética no se ha solucionado, y sigue creciendo la incertidumbre en relación a lo que pasará en el invierno argentino del 2008.

6.4.3. Conclusiones

En este apartado presentamos los principales problemas con los que se encuentra el gobierno para desarrollar el mercado de capitales y, más específicamente mejorar la calidad de la deuda, con el objetivo de reducir la vulnerabilidad financiera. Si bien se realizaron varios estudios dentro de este ámbito, consideramos que es necesario observar los problemas propios de cada economía, y como a partir de ellos se pueden aportar ideas en este sentido.

El problema de la vulnerabilidad financiera de Argentina se puede atacar desde varios aspectos, ya que el funcionamiento estructural de este mercado así como las condiciones económicas y políticas dentro de las cuales se encuentra inmerso, presentan problemas muy profundos, difíciles de superar en el corto plazo. Por ello, es posible analizar este problema desde varias perspectivas.

En nuestro trabajo, optamos por partir del análisis de las características de emisión de los títulos de renta fija públicos, ya que su mejora está directamente relacionada con la disminución de la vulnerabilidad financiera. Por otro lado, el mercado de renta fija en los países emergentes es un segmento muy importante dentro del sistema financiero, y es uno de los que ha presentado un mayor desarrollo en este grupo de países. Sin embargo, en Argentina no se presenta la tendencia de desarrollo de este mercado. .

Las causas y consecuencias de la incapacidad del gobierno para mejorar la calidad de la deuda han sido analizadas desde una perspectiva interna, a través del análisis de la evolución

del mercado de renta fija; y desde una perspectiva comparativa, a través de la descripción y comparación de la estructura de los principales centros financieros, así como de la evolución de otras economías emergentes de la región. Las conclusiones más importantes se detallan a continuación.

En cuanto al tamaño del mercado de renta fija, es necesario aumentar la dimensión de todo el mercado de capitales, ya que se comprobó que esta variable se encuentra directamente relacionada con el desarrollo del sistema financiero en su conjunto, pero además, con variables que están relacionadas con el crecimiento de la economía, como vimos en el capítulo 2.

En relación al mercado de activos privados, se deberían proponer medidas tendientes a aumentar los volúmenes de emisión y negociación de todos los tipos de activos. En relación a las Obligaciones Negociables, es necesario incentivar la colocación de títulos por parte de las PYMEs, y por otro lado, atraer las emisiones que las grandes empresas realizan en los mercados internacionales. Esta tipo de medidas elevaría el volumen de emisión y negociación de títulos de renta fija, la cual aumentaría el tamaño del mercado, mejorando la eficiencia en este sector y acercando en términos de volumen, el mercado privado al mercado público. El aumento del volumen negociado en el mercado, aumentaría la liquidez del mismo, atrayendo ya por si solo, tanto a las emisiones de renta fija, como a las emisiones de acciones en los mercados internacionales, provocando un círculo virtuoso, mejorando el desarrollo del mercado de capitales en su conjunto.

En cuanto a las PYMEs, es necesario revisar la legislación vigente, para obligar a las empresas a brindar más información a los posibles inversores, sin que ello le suponga a estas empresas, una barrera de entrada al mercado de capitales. Esto llevará a que los inversores se sientan atraídos por este tipo de empresas, y, que al disponer de mayor información, los rendimientos exigidos para financiar estas empresas, sea menores, por la disminución del riesgo.

Con respecto a las emisiones de entidades financieras, es necesario potenciar el mercado de titulización, el mismo ha crecido en los últimos años tanto en los países desarrollados como en los emergentes. En los países desarrollados, el crecimiento de la titulización es el principal motor de crecimiento de las emisiones de las entidades financieras, y en Argentina, al igual que en la mayoría de los países de América Latina, este segmento está teniendo un crecimiento importante en los últimos años. No olvidemos que en el año 2000, Argentina presentaba el mercado de titulización más grande de Latinoamérica, pero la posterior crisis financiera, impidió el desarrollo de este mercado. En el 2001, el volumen de emisión llegó a los niveles más bajos, y no fue hasta el 2005, año en el que volvió a presentar un volumen de circulación similar a los volúmenes anteriores a la crisis.

El mercado de activos titulizados es un segmento potencial de desarrollo, en primer lugar, porque a partir de lo que observamos en los mercados de los principales centros financieros, es una de las bases para desarrollar el mercado de activos de renta fija privados, y en segundo lugar, porque antes de la crisis Argentina era el principal emisor de este tipo de activos, lo cual es importante, ya que las limitaciones en cuanto al marco jurídico y la legislación de este tipo de activos que suele ser compleja, no resulta ser un problema en este país.

Las medidas tendientes a aumentar el volumen de emisión y negociación del sector privado se debería centrar en mejorar los sistemas de negociación y liquidación y asesorar a las pequeñas

empresas para que se facilite el acceso de las mismas al mercado de capitales. En todos los casos, es necesario mejorar la información disponible en este tipo de empresas. Con estas mejoras, además, lograríamos acercar la dimensión del mercado de renta fija privado al tamaño de las emisiones públicas, para que estos dos mercados se desarrollen conjuntamente y puedan generar efectos derrame para todo el sistema financiero.

El mercado de renta fija de activos públicos presenta varios problemas, tanto a nivel del mercado en su conjunto, como en cuanto a la estructura de los títulos que se emiten. Los problemas que presenta en el mercado se relacionan principalmente con la falta de información y con la poca transparencia, sobre todo en el mercado primario. El gobierno argentino no publica regularmente un calendario de subastas de títulos públicos, además de la falta de transparencia en los resultados de las emisiones, esto provoca el aumento de la incertidumbre de los inversores, lo cual se refleja en la falta de interés por estos activos, y en la elevada volatilidad que tienen los rendimientos cuando el mercado subasta los títulos en el mercado primario.

Al no tener una regularidad en las subastas, tampoco cuenta con un título de referencia, lo que afecta directamente a todo el mercado financiero, ya que su ausencia limita la capacidad de valorar otro tipo de activos financieros. En este sentido, el gobierno debería analizar cual es el título que mejor funciona en el mercado en términos de liquidez, para intentar realizar subastas regulares de este título, y brindar al mercado un activo que presente características de referencia en términos de la relación plazos-rendimiento.

Otro problema que surge cuando observamos el mercado primario, es la elevada cantidad de emisiones a través de colocaciones directas. Si bien este tipo de emisión puede presentar ventajas cuando el gobierno necesita financiación, la excesiva utilización de este sistema lleva a la falta de transparencia en las licitaciones, además de concentrar una gran proporción de los títulos públicos en un solo inversor.

Además del gobierno de Venezuela, se realizaron diferentes colocaciones directas a lo largo de todo el 2007, hacia organismos descentralizados del Estado, como la administradora de la seguridad social, o a fondos fiduciaros pertenecientes al gobierno, siendo en su mayoría, títulos a corto plazo. A fines del 2007, el gobierno colocó directamente títulos en el Banco Central de la República Argentina a cambio de reservas que este organismo había acumulado. Esta decisión por un lado, implanta la duda de la independencia necesaria de las decisiones del Banco Central y del Ministerio de Economía, además de poner en peligro la capacidad del Banco para mantener el valor de la moneda local.

Las colocaciones en organismos descentralizados genera un financiamiento cautivo, lo cual trae aparejado varios inconvenientes en el caso de que organismos sean incapaces de seguir financiando al gobierno central. Por otro lado, la aparición de problemas de liquidez que pueden presentar estos organismos si prolongan la financiación del gobierno, en el caso particular de la administradora del sistema de pensión, podría generar efectos muy negativos hacia toda la economía. En cuanto al financiamiento por medio del Banco Central, la pérdida de reservas pondría en peligro el mantenimiento del tipo de cambio a los niveles actuales, lo que traería aparejado una posible devaluación, con los efectos adversos sobre la sostenibilidad de la deuda debido a la cantidad de títulos denominados en moneda externa. Por ello, es necesario que el gobierno se financie a través del mercado de capitales, pero para ello, es

necesario crear las condiciones necesarias para incentivar el interés de los inversores privados en este tipo de título, lo que requiere, en primer lugar, la limitación de las emisiones hacia los propios organismos del gobierno.

Como mencionamos anteriormente, la estructura de emisión de los títulos públicos también presentan características cuyas características requieren modificación. El análisis de estas características, así como la comparación con otras economías, es uno de los objetivos de esta tesis. Si bien podemos observar que alguna de las características de emisión han mejorado, el gobierno aún continúa teniendo problemas para emitir su deuda en moneda local, a tasa fija y a largo plazo, además de presentar una estructura muy diferente a otros países latinoamericanos con similar grado de desarrollo. Cuando describimos y analizamos la estructura de emisión de títulos públicos, pudimos observar, que la idea de pecado original perdura en Argentina, a pesar de que trabajos más recientes destacan que muchos de los países emergentes lo han superado.

Entre los problemas que se observan en este trabajo encontramos la incapacidad de alargar los vencimientos de los títulos, la elevada proporción de títulos indexados a la inflación y emitidos en moneda externa, y la gran cantidad de títulos con amortizaciones parciales que aun permanecen en circulación.

Con respecto al problema de la incapacidad con la que se encuentra el gobierno en el mercado de capitales a la hora de aumentar los vencimientos de los títulos públicos, se observa en principio, la falta de una estrategia explícita en relación a este tema, decisión que debería tomar el gobierno en primer lugar. Para ello, se podría plantear una estrategia de comenzar por alargar los plazos de vencimiento de forma gradual de los títulos denominados en moneda externa, con el objetivo de sentar las bases para aplicar la misma estrategia para los títulos en moneda local, una vez que las emisiones en moneda externa estén consolidadas.

La elevada indexación del capital a la evolución del IPC, no debería considerarse como un problema, cuando los niveles de inflación son bajos, predecibles y confiables. El índice de inflación en Argentina no contiene ninguna de estas características, ya que se encuentra alrededor del 10% anual, pero además no se puede predecir su evolución ya que, el índice oficial que publica el Instituto de Estadísticas no coincide con las estimaciones privadas, y es puesto en duda cada vez que se publica a principios de mes. Este problema se debe a las irregularidades en cuanto a cambios de personal en este organismo y cambios en la metodología de estimación de este índice. Las sucesivas intervenciones del gobierno, así como las continuas denuncias de subvaluación del IPC, llevaron a que este indicador pierda totalmente su credibilidad, afectando negativamente tanto a los títulos indexados a la inflación, como a la confianza de los inversores sobre la credibilidad de todas las variables que publica este organismo.

Como mencionamos anteriormente, la elevada proporción de títulos en moneda externa, es otro de los problemas que debe superar el gobierno argentino. Aunque anteriormente hablamos de que para alargar los plazos de emisión era necesario, en principio, que se emitan títulos en moneda externa, somos conscientes del peligro de esta clase de títulos ante variaciones del tipo de cambio. Sin dejar de lado este problema, en la actualidad, Argentina no tiene otra alternativa, emitir títulos en moneda local a corto plazo, e intentar alargar los plazos en moneda externa. Con un tipo de cambio controlado por el Banco Central, no habría problemas de

devaluación de la moneda, con lo cual, emitir títulos en dólares sería una buena opción. Pero además, y quizá más importante que lo anterior, es que el gobierno ya intentó emitir títulos en moneda local con tasa fija, pero este título no fue bien aceptado por el mercado. En primer lugar, tuvo que pagar un rendimiento muy elevado en el mercado primario, y en el mercado secundario, no tiene un elevado volumen de negociación, y tampoco cotiza todos los días, al no haber movimientos de compras y de ventas.

En cuanto a los problemas políticos e institucionales, resta decir que si el gobierno no realiza esfuerzos para intentar modificar el comportamiento, sobre todo en lo que tiene que ver con políticas macroeconómicas, no se llegará a mejorar la visión que los inversores tienen en relación al riesgo que le reporta invertir en este país, lo que impediría el desarrollo del mercado de renta fija, a pesar de las mejoras desarrolladas en el ámbito interno de este mercado.

Los problemas que tiene Argentina parten de la falta de un plan a seguir en cuanto a políticas económicas, y el desconocimiento de los objetivos del gobierno a medio y largo plazo. Por otro lado, tampoco existen soluciones para problemas inmediatos como la crisis energética, la inflación creciente, la diferencia entre los datos oficiales y los privados, el pago de la deuda con los *holdouts*, el conflicto con las retenciones a las exportaciones, etc., lo cual es una característica común de todos los gobiernos argentinos desde la década del '90 hasta la actualidad.

Creemos que las recomendaciones se deberían realizar a partir de dos palabras: información y credibilidad, que son las dos palabras básicas para poder mejorar tanto la calidad de los títulos de deuda pública, como de todo de todo el sistema financiero.

Bibliografía

Aghion, P.; Howitt, P.; Mayer-Foulkes, D. (2005) The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence. *NBER Working Paper*, No. W10358. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Alesina, A.; Perotti, R.; Tavares, J. (1998). The Political Economy of Fiscal Adjustments. *Brookings Papers on Economic Activity*, No 29, p. 197-266. Economic Studies Program. The Brookings Institution.

Alesina, A.; Alessandro, P.; Guido, T. (1990). Public confidence and debt management: A model and a case study of Italy. In: Dornbusch, R., Draghi, M. (Eds.), *Public Debt Management: Theory and History*. Cambridge

University Press, CEPR, pp. 94–124.

Alesina, A.F.; Tabellini, G. (1987). Rules and Discretion with Noncoordinated Monetary and Fiscal Policies. *Economic Inquiry*, No. 25 (4), p. 619-30. Oxford University Press.

Alesina, A.F.; Tabellini, G. (2005). Why Is Fiscal Policy Often Procyclical?. *NBER Working Paper*, No. 11600. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Alfaro, L.; Kanczuk, F. (2006). Sovereign Debt: Indexation and Maturity. *Working Paper*, No. 560. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.

Alfaro, L.; Kanczuk, F. (2007). Nominal versus Indexed Debt: A Quantitative Horse Race. *NBER Working Papers*, 13131. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.

Allen, F.; Gale, D. (1999). *Comparing Financial Systems*. Cambridge, Mass. MIT Press.

Allen, F.; Bartiloro, L.; Kowalewski, O. (2006). The Financial System of the EU. *Working Paper*, No 05-44, Wharton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania.

Allen, M. ; Rosenberg C.B.; Keller C.; Setser B.; Roubini N. (2002). A Balance Sheet Approach to Financial Crisis. *IMF Working Paper*, 02/210. Fondo Monetario Internacional

Andersson, M.; Hansen, L.J; Sebestyén, S. (2006). Which news moves the euro area bond market?. *Working Paper Series*, 631. Banco Central Europeo.

Andritzky, J.R. (2005). Default and Recovery Rates of Sovereign Bonds: A Case Study of the Argentine Crisis. *The Journal of Fixed Income*, Nro 15 (2) p.97-107.

Arestis, P.; Demetriades, P.O.; Luintel, K.B. (2001). Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, No 33(1), p. 16-41.

Arestis, P.; Luintel, A.; Luintel, K. (2004). Does Financial Structure Matter?. *Money Macro and Finance. Economics Working Paper Archive*, No 399. The Levy Economics Institute.

Asami, T.; Mori, J. (2001). Regional Cooperation in Developing Bond Markets. *Actas del congreso Regional Financial Markets and Centres*, 15-16 de Noviembre, Sydney. Fondo Monetario Internacional.

Association of German Mortgage Banks. Annual Report. Varias Publicaciones.

Association of German Mortgage Banks (2004). *The Pfandbrief Europe's Biggest bond Market*.

Atje, R.; Jovanovic, B. (1993). Stock Markets and Development. *European Economic Review* 37, p. 632-640.

Banco Central de Chile (2007). *La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación. Informe Anual*, Banco Central de Chile.

Banco Central de la República Argentina. Boletín de Estabilidad Financiera. Varias Publicaciones.

Banco Interamericano de Desarrollo. (1995). Hacia una economía menos volátil. Progreso económico y social en América Latina. *Informe 1995*. Washington, DC.

Banco Interamericano de Desarrollo (2004). Desencadenar el crédito: cómo ampliar y estabilizar la banca. Progreso económico y social en América Latina. *Informe 2005*. Washington, DC.

Banco Interamericano de Desarrollo (2005a). Operational Framework for Lending in Local Currency.

Banco Interamericano de Desarrollo (2005b). La política de las políticas públicas. Progreso económico y social en América Latina. *Informe 2006*. Washington, DC.

Banco Interamericano de Desarrollo (2005c). *A Quarter Century of Pension Reform in Latin America and the Caribbean: Lessons Learned and Next Steps*. C.A. Crabbe(eds)

Banco Mundial (2001). Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems. Washington, DC. BM

Banco Mundial (2002). Small and Medium-Sized Enterprises in Argentina: A Potential Engine for Economic Growth and Employment. *Report N° 2280*. Banco Central de la República Argentina

Banco Mundial (2004a). Whither Latin American Capital Markets?. Washington, DC. BM

Banco Mundial (2004b). Regulation of Fixed Income securities markets in the United State. *Working Paper*, Nro. 3283.

Bank for International Settlements (2002). The Development of Bond Markets in Emerging Economies. *BIS Papers*, No. 11. BIS

Bank of International Settlement (2003). Guide to the international financial statistics. *BIS Papers*, No 14. Monetary and Economic Department. BIS.

Bank of International Settlement (2003). Guide to the international financial statistics. Monetary and Economic Department. *BIS Papers*, No 14. BIS.

Bank of International Settlement. Securities statistics. Varias Publicaciones

Bank of International Settlements. The international banking market. Statistical Annex. *BIS Quarterly Review*. Varias Publicaciones.

Bank of International Settlement (2007). Financial stability and local currency bond markets. *BIS Papers* No 14.

Bank of Japan. Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments. Varias Publicaciones.

Barquín, R.; Carlino, A. (2006). Una aproximación a la crisis de Argentina en 2001. *Actas de la VIII Reunión De Economía Mundial*; 20, 21 y 22 de abril de 2006. Alicante.

Barth, J.R.; Caprio, G.; Levine, R. (2001). "The Regulation and Supervision of Banks around the World: A New Database", en Robert E. Litan y Richard Herring, (eds.), *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*. Washington, D.C. Brookings Institution Press. p. 183-240

Basco, J.I.; Parmigiani, C. (2004). La experiencia argentina en el desarrollo de los mercados financieros luego de la crisis de 2001-2002.

Batten, J.A.; Fetherston, T.A.; Szilagyi P.G. (2004). European Fixed Income Markets: Money, Bond, and Interest Rate Derivatives. Jonathan A. Batten, Thomas A. Fetherston, Peter G. Szilagyi (eds). John Wiley & Sons.

Beck, T.; Levine, R. (2002). Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market or Bank-Based System Matter?. *Journal of Financial Economics*, 64, p. 147-180.

Beck, T.; Demirguc-Kunt, A.; Levine, R. (1999). A New database on Financial Development and Structure. *Research Working Paper*, No. 2146. World Bank Policy. Banco Mundial

Beck, T.; Demirguc-Kunt, A.; Levine, R. (2003). Law, Endowments, and Finance. *Journal of Financial Economics*, 70 (2), p. 137-181.

Beck, T.; Demirguc-Kunt, A.; Levine, R.; Maksimovic, V. (2004). "Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry, and Country Evidence", en *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, (eds). Asli Demirguc-Kunt and Ross Levine. Cambridge. MIT Press.

Beck, T.; Demirguc-Kunt, A.; V. Maksimovic, V. (2005). Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Firm Size Matter?. *Journal of Finance*, p. 137-177.

Bencivenga, V.R.; Smith, B.D.; Starr, R.M. (1996). Liquidity of Secondary Capital Markets: Allocative Efficiency and the Maturity Composition of the Capital Stock. *Economic Theory*, 7 (1), p. 19-50.

Bernanke, B. (2005). Inflation in Latin America: A New Era?. Discurso realizado para Stanford Institute for Economic Policy Research Economic Summit.

Bevilaqua, A.S.; Garcia, M.G.P. (2002). Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead. *International Journal of Finance and Economics*, 7(1),p.15-35.

Bhide, A. (1993). The Hidden Costs of Stock Market Liquidity. *Journal of Financial Economics*, 34, p. 1-51.

Bisignano, J. (1996). Varieties of Monetary Policy Operating Procedures: Balancing Monetary Objectives with Market Efficiency. Monetary and Economic Department. BIS

Black, SW.; Moersch, M (1998). "Competition and convergence in financial markets: The german and anglo-american models", S.W. Black and M. Moersch, (eds). North-Holland, Amsterdam.

Board of Governors of the Federal Reserve System Washington (2005). The Federal Reserve System. Purposes and Functions Ninth Edition.

Bolsas y Mercados Españoles (2005). Informe de Mercado 2005. Bolsas y Mercados Españoles.

Bohn, H. (1990). Tax Smoothing with Financial Instruments. *American Economic Review*, 80 (5), p. 1217-30.

Boot, A.W.A.; Greenbaum, SJ.; Thakor, A. (1993). Reputation and Discretion in Financial Contracting. *American Economic Review*, 83, p. 1165-1183.

Bordo, M.; Rockoff, H. (1996). The Gold Standard as a "Good Housekeeping Seal of Approval." *Journal of Economic History*, 56(2) p. 389-428.

Bordo, M.; Meissner C.; Redish A. (2003). How "Original Sin" was Overcome: The Evolution of External Debt Denominated in Domestic Currencies in the United States and the British Dominions. *NBER Working Paper* No. 9841. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA.

Bordo, M.; Meissner C. (2005). The Role of Foreign Currency Debt in Financial Crises: 1880–1913 vs. 1972–1997. *Working Paper*, No. 11897. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Bordo, M.D.; Meissner, C.M.; Redish, A. (2005). “How Original Sin Was Overcome: The Evolution of External Debt Denominated in Domestic Currencies in the United States and the British Dominions, 1800–2000,” en Barry Eichengreen y Ricardo Hausmann, (eds). *Other People’s Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. Chicago: University of Chicago Press.

Borensztein, E. (1990). Debt Overhang, Credit Rationing and Investment. *Journal of Development Economics* 32(2) p. 315–35.

Borensztein, E.; Eichengreen B.; Panizza, U. (2006a). Building Bond Markets in Latin America. University of California, Berkeley, y Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.

Borensztein, E.; Eichengreen B.; Panizza, U (2006b). Debt Instruments and Policies in the New Millennium: New Markets and New Opportunities. Research Department. *Working paper*, No. 558. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.

Borensztein, E.; Levy Yeyati, E.; Panizza, U. (2007). Living with Debt. Inter American Development Bank Report on Economic and Social Progress in Latin America. Harvard University Press, Inter-American Development Bank Economic y Social Progress in Latin America.

Borensztein, E.; Mauro, P. (2004). The Case for GDP-Indexed Bonds. *Economic Policy* 19(38) Abril: 165–216.

Borensztein, E.; Panizza, U. (2006). Do Sovereign Defaults Hurt Exporters? *Working Paper*, No. 553. Research Department, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.

Borensztein, E.; Valenzuela, P.; Chamon, M.; Jeanne, O.; Mauro, P.; Zettelmeyer, J. (2004). Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention. *IMF Occasional Paper* No. 237. Fondo Monetario Internacional. Washington, DC.

Bossone, B.; Promisel, L. (1998). Strengthening Financial Systems in Developing Countries: The Case for Incentive-Based Financial Sector Reforms. *Annual Meetings of the International Monetary Fund and World Bank Group* World Bank.

Boyd, J.; Smith, B. (1998). The evolution of debt and equity markets in economic development. *Economic Theory*, 12, p. 519– 560.

Broner, F.A.; Lorenzoni, G.; Schmukler, S.L. (2004). Why Do Emerging Economies Borrow Short Term?. *Working Paper* 3389. Policy Research. World Bank.

Buckle, M.; Thompson, J. (2004). “The UK Financial System. Theory and practice”. Manchester University Press.

Bulmer-Thomas, V. (2003). The economic history of Latin America since independence. *Cambridge Latin American Studies Series*, 77. Cambridge University Press.

Bull Market Brokers (2003). Análisis de Instrumentos de Renta Fija. Publicación periódica.

Bull Market Brokers. Newsletter seminal. Varias Publicaciones.

Burger, J.D.; Warnock, F.E. (2004). Foreign participation in local-currency bond markets. *Discussion Paper*, No. 794. Board of Governors International Finance, Federal Reserve Board System.

Bussière, M.; Mulder C., (1999). “External Vulnerability in Emerging Market Economies: How

High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion". *IMF Working Paper* No. 99/88. Fondo Monetario Internacional.

Matthieu Bussière, M.; Fratzscher, M.; Koeniger, W. (2004). Currency mismatch, uncertainty and debt maturity structure. Working Paper Series 409, European Central Bank.

Bustelo, P. (2002). Los orígenes de la crisis financiera de Argentina: una comparación con las crisis asiáticas. *Boletín Económico de Información Comercial Española*, No 2715, 7, p. 9-14.

Caballero, R.J.; Krishnamurthy, A. (2001). Smoothing Sudden Stops. *NBER Working Paper*, No. W8427. National Bureau of Economic Research.

Caballero, R.J.; Krishnamurthy, A. (2003). Inflation Targets and Sudden Stops. *Working Paper*, No. 03-10. MIT Department of Economics.

Caballero, R.J.; Panageas, S. (1988). Servicing the Public Debt: The Role of Expectations. *American Economic Review*, 78(4), p. 647-61.

Caballero, R.J., Panageas, S. (2005a). "Capital Market Contagion and Recession: An Explanation of the Russian Virus," en *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?*. Cambridge, MA: MIT Press.

Caballero, R.J., Panageas, S. (2005b). "Contagion in Emerging Markets: When Wall Street Is a Carrier," en G.A. Calvo. *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?*. Cambridge, MA: MIT Press.

Caballero, R.J., Panageas, S. (2005c). "Emerging Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?" Cambridge, MA: MIT Press.

Caballero, R.J., Panageas, S. (2005). A Quantitative Model of Sudden Stops and External Liquidity Management. *Working Paper*, No. 11293. National Bureau of Economic Research.

Caballero, R.J., Panageas, S. (2006). "Contingent Reserves Management: An Applied Framework," en R.J. Caballero, C. Calderón, y L.F. Céspedes, (eds.). *External Vulnerability and Preventive Policies*. Santiago, Banco Central de Chile.

Caldarelli, A. (2001). Inserción de los Municipios Argentinos en el Mercado de Capitales. Desarrollo de Mecanismos de Financiamiento Privado a Municipios y Comunas de la Republica Argentina. Consejo Federal de Inversiones.

Calvo, G. (1988). Servicing the public debt: The role of expectations. *American Economic Review*, 78 (4), p. 647-61.

Calvo, G., (2003). Explaining Sudden Stop, Growth Collapse, and BOP Crisis: The Case of Distortionary Output Taxes. *IMF Working Paper*, 50, p. 1-20.

Calvo, G.A.; Mendoza, E.G. (2000). Capital-Markets Crises and Economic Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictions Approach. *American Economic Review*, 90 (2), p. 59-64.

Calvo, G.A.; Reinhart, C.M. (2002). Fear of Floating. *Quarterly Journal of Economics* 117(2) p. 379-408.

Calvo, G.A.; Izquierdo, A.; Mejía, L.M. (2004). On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects. *Working Paper*, No. 10520. National Bureau of Economic Research.

Calvo, G.A., Izquierdo, A; Talvi, E. (2005). "Sudden Stops, the Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons," en Guillermo A. Calvo (eds). *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?*. Cambridge, MA: MIT Press.

Calvo, G.A., Izquierdo, A.A; Talvi,; Loo-Kung, R. (2005). Relative Price Volatility under Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects. *Working Paper*, No. 11492. National Bureau of Economic Research.

Cameron, R.; Crisp, O.; Patrick, H.;Richard, T. (1967). "Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History." New York: Oxford University Press.

Cárdenas, E.; Ocampo, J.A.; Thorp, R. (2000). "An Economic History of Twentieth-Century Latin America," en Cárdenas, E.; Ocampo, J.A.; Thorp, R. (eds.). Volume 3: *Industrialization and the State in Latin America: The Postwar Years*. Nueva York, Palgrave Macmillan.

Cárdenas, M.L.; Mercer-Blackman, V.E. (2005) The Policy Making Process of Tax Reform in Latin America. Workshop on State Reform, Public Policies and Policymaking Processes del Banco Interamericano de Desarrollo el 28 de Febrero al 2 de Marzo, Washington, DC.

Cardoso, EA., Dornbusch R. (1989) "Brazilian Debt Crises: Past and Present", en Barry J. Eichengreen y Peter H. Lindert, (eds.). *The International Debt Crisis in Historical Perspective*. MIT Press.

Carlin, W.; Mayer, C. (2003). Finance, Investment, and Growth. *Journal of Financial Economics*, No. 69 (1) p. 191-226.

Carstens, A.G.; Schwarz, M.J. (2007). "El sector financiero en América Latina: ha llegado la hora de consolidar el marco institucional," en: Machinea, J.L y Serra, N. (eds). *Visiones del desarrollo en América Latina*. Naciones Unidas. CEPAL.

Cetrángolo, O.; Grushka, C.O. (2004). Sistema previsional argentino: crisis, reforma y crisis de la reforma. *Serie Financiamiento del Desarrollo*, 151. CEPAL, Santiago de Chile.

Comisión Económica para Latinoamérica y el Caribe. Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe. Varias Publicaciones.

Comisión Económica para Latinoamérica y el Caribe. Estudio Económico de América Latina y el Caribe. Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas. Varias publicaciones.

Comisión Económica para Latinoamérica y el Caribe (2002). *Growth with stability. Financing for development in the new international context*. Libros de la CEPAL, N° 67, J. Ocampo (coord.). Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas.

Comisión Económica para Latinoamérica y el Caribe (2003). La inversión extranjera en América Latina y el Caribe. *Informe 2002*, LC/G.2198-P, Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas.

Cetorelli, N.; Gambera, M. (1999). Banking Market Structure, Financial Dependence and Growth: International Evidence from Industry Data. *Working Papers 00-19*. Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.

Chowdhry, B. (1991) What Is Different about International Lending?. *Review of Financial Studies* 4(1) p.121-48.

Chowdury, A. (2001) Foreign Debt and Growth in Developing Countries. *Actas de World Institute for Development Economics Research*. Conference on Debt Relief, 17-18 de agosto, Universidad de Naciones Unidas, Helsinki.

Chamon, M. (2001). *Why Can't Developing Countries Borrow from Abroad in Their Own Currency?*. Harvard University, Cambridge, MA.

Chamon, M. (2003). On the limitations of government financial intermediation. *Ph.D.*

dissertation. Cambridge, Massachusetts. Harvard University

Chamon, M.; Hausmann, R. (2002). *Why Do Countries Borrow the Way They Borrow?*. Harvard University.

Chamon M.; Hausmann, R. (2005). *Why do countries borrow the way they borrow?*. En: Chamon M.; Hausmann, R, (eds). *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. Chamon M.; Hausmann, R, (eds). University of Chicago Press, Chicago.

Choudhry, M. (2001). *The Bond & Money Markets: Strategy, Trading and Analysis*. Butterworth-Heinemann, Oxford.

Chowdhry, B.; Nanda, V. (1991). Multimarket Trading and Market Liquidity. *Review of Financial Studies*, 4 (3), p. 483-511.

Claessens, S.; Demirgüç-Kunt, A.; Huizinga, H. (2001). How Does Foreign Entry Affect Domestic Banking Markets?. *Journal of Banking and Finance*, 25 (5) p. 891–911.

Claessens, S.; Klingebiel, D.; Schmukler, SL. (2002). Explaining the Migration of Stocks from Exchanges in Emerging Economies to International Center. World Bank, Development Research Group (DECRG).

Claessens, S.; Klingebiel, D.; Schmukler, SL. (2003). Government Bonds in Domestic and Foreign Currency: The Role of Macroeconomic and Institutional Factors. *CEPR Discussion Papers*, 3789. Centre for Economic Policy Research.

Claessens, S.; Klingebiel, D.; Schmukler, SL. (2004). Accessing International Equity Markets: What Firms from Which Countries Go Abroad?. *Background Paper*. World Bank.

Claessens, S.; Klingebiel, D.; Schmukler, SL. (2007). Government Bonds in Domestic and Foreign Currency: the Role of Institutional and Macroeconomic Factors. *Review of International Economics*, 15(2), p. 370-413.

Claessens, S.; Laeven, L. (2005). Financial dependence, banking sector competition, and economic growth. *Policy Research Working Paper Series*, 3481. The World Bank.

Clarín (2005). "Confirman compra de bonos por Venezuela". Por Gustavo Bazzan. 28 de octubre del 2005.

Cohen, D. Portes, R. (2006). *Toward a Lender of First Resort*. Documento de trabajo No. 06/66. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.

Cole, H.L.; Kehoe, T. (2000). Self-fulfilling debt crises. *The Review of Economic Studies*, 67, p. 91–116.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación. Varias Publicaciones

Cousseran, P.; Hass, F.; Cobau, A. (2001). The Changing shape of fixed income markets. Bank of International Settlement. *BIS Paper*. Nro 5.

Cowan, K.; Panizza U. (2006). Government and Corporate Bonds in Latin America: A Summary of the Country Studies. *Working Paper*. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.

Cowan, K.; Levy Yeyati, E.; Panizza U.; Sturzenegger, F. (2006). Sovereign Debt in the Americas: New Data and Stylized Facts. *Working Paper*, No 577. Departamento de Investigación. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.

Cuenin F.; Busso, M. (2000). La transformación del sistema financiero argentino. Concentración

bancaria, eficiencia y financiamiento. *Cuadernos de Economía*, 53. Ministerio de Economía de la Provincia de Buenos Aires.

Cuervo García, A.; Parejo Gámir, J.A.; Rodríguez Sáiz, L. (1998). Manual de Sistema Financiero. Instituciones, mercados y medios en España. Ariel S.A. España.

Dal Din, C. (2000). La apertura financiera argentina de los '90. Una visión complementaria de la balanza de pagos. *Working Papers*, 64. FIEL.

Dapena, J.P. (2004) Absorción de Shocks en Economías Volátiles: Ahorro a Través de Acciones en Mercados de Capitales. Caso Argentino 1993–2001. *Working Paper*. Universidad del CEMA.

D'Amato, L.; Sanz, L.; Sotes Paladino, J.M. (2005). *Evaluación de medidas alternativas de inflación subyacente para Argentina*. Investigaciones Económicas. Banco Central de la República Argentina.

Damill, M.; Frenkel R.; Mauricio, R. (1999). *Argentina: una década de convertibilidad. Análisis del crecimiento, el empleo y la distribución del ingreso*. OIT. Santiago de Chile.

Damill, M.; Frenkel R.; Mauricio, R. (2003): Políticas Macroeconómicas y Vulnerabilidad Social: la Argentina de los Años Noventa. *Desarrollo Económico*, 170.

Damill, M.; Frenkel, R.; Rapetti, M. (2005). The Argentinean Debt: History, Default and Restructuring. *Working Paper Series*, Universidad de Columbia, New York.

De Gregorio y Guidotti (1995), "Financial Development and economic Growth", *World Development*, vol. 23

De la Torre, A.; Gozzi, J.C.; Schmukler, S.L. (2006). Financial development in Latin America : big emerging issues, limited policy answers. *Policy Research Working Paper Series* 3963. World Bank.

De la Torre, A.; Schmukler, S.L. (2004a). Coping with Risks through Mismatches: Domestic and International Financial Contracts for Emerging Economies. *International Finance*, 7(3) p. 349–90.

De la Torre, A.; Schmukler, S.L. (2004b). *Whither Latin American Capital Markets?*. Washington, DC: Banco Mundial.

De la Torre, A.; Schmukler, S.L. (2006) Sovereign Debt in Latin America: History. Departamento de Investigación, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.

Debt Management Office. (2001). UK Treasury Bills Information Memorandum. DMO United Kingdom.

Debt Management Office. Annual Review. DMO. United Kingdom. Varias Publicaciones.

Debt Management Office (2005). UK Government Securities: A guide to "Gilt". Third Edition. DMO. UK.

Dell'Ariccia, G.; Schnabel, I.; Zettelmeyer, J. (2002). Moral Hazard and International Crisis Lending: A Test. *Working Paper*, No. 02/181. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.

Demirguc-Kunt, A.; Levine, R. (1996). Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts. *World Bank Economic Review*, 10(2), p. 291-321.

Demirguc-Kunt, A.; Levine, R. (1999). Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. *Working Paper*, No. 2143. World Bank Policy

Demirgüç-Kunt, A.; Levine, R. (2001). "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons", en *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development.*, Demirgüç-Kunt, A.; Levine, R. (eds.), Cambridge MA: MIT Press.

Demirgüç-Kunt, A.; Huizinga, H. (1999). Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Some International Evidence. *World Bank Economic Review*, 13, p. 379–408.

Demirgüç-Kunt, A.; Maksimovic, V. (1998). Law, Finance, and Firm Growth. *Journal of Finance*, 53(6), p. 2107-2137.

Demirgüç-Kunt, A.; Levine, R.; Min, H. (1998). Foreign Banks: Efficiency, Stability, and Growth. Seongtae Lee (ed.). *The Implications of Globalization of World Financial Markets*. Seoul, Korea. Bank of Korea.

Deutsche Bundesbank. (1999). The Market for CLOs in Germany. Asset Backed Research, February, 1999.

Deutsche Bundesbank. The Market for German Federal Securities. Varias Publicaciones

Deutsche Bundesbank. Financial markets in Germany. Monthly Report. Varias Publicaciones

Deutsche Bundesbank. (2000). Issuance calendar of the Federal German Government Overview for the year 2001 and detailed data for the first quarter. Press Release, Frankfurt am Main.

Deutsche Bundesbank (2004). Recent Developments in the Corporate Bond Market. Monthly Report.

Deutsche Bundesbank (2006). Capital Market Statistics. Statistical Supplement to the Monthly Report 2. June 2006.

Deutsche Bundesbank. Capital Market Statistics. Statistical Supplement to the Monthly Report. Varias Publicaciones.

Doi, T.; Hayashi, T. (2005). Toward Reform of Local Bond System in Japan. *Working Paper*. Keio University.

Dooley, M.P. (2000). Can Output Losses Following International Financial Crises be Avoided?. *Working Paper*, No. 7531. National Bureau of Economic Research

Dooley, M.P.; Verma S. (2001). Rescue Packages and Output Losses Following Crises. *Working Paper* No. 8315. National Bureau of Economic Research.

Dornbusch, R.W.; de Pablo, J.C. (1989). Argentina: Debt and Macroeconomic Instability. NBER Working Paper, No. W2378.

Eichengreen, B. (2006). The development of Asian bond markets. *BIS Papers*. Bank for International Settlements (ed.). *Asian bond markets: issues and prospects*, 30, p. 1-12.

Eichengreen, B.; Borensztein, E.; Panizza, U. (2006). A Tale of Two Markets: Bond Market Development in East Asia and Latin America. *Occasional Paper*, No. 3. Hong Kong Institute for Monetary Research

Eichengreen, B.; Portes, R. (1995). Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors. Centre for Economic Policy Research. Londres.

Eichengreen B.; Hausmann, R. (1999). Exchange Rates and Financial Fragility. *Working Paper* 7418. National Bureau of Economic Research.

Eichengreen, B.; Hausmann, R. (1999). Exchange Rates and Financial Fragility. Trabajo presentado en el New Challenges for Monetary Policy, 26 al 28 de Agosto, Jackson Hole, WY.

Eichengreen, B. (2000). The Euro One Year On. *Journal of Policy Modeling*, 22(3), p. 355–68.

Eichengreen, B.; Luengnaruemitchai, P. (2004). Why Doesn't Asia Have Bigger Bond Markets? *Working Paper* No. 10576. National Bureau of Economic Research.

Eichengreen, B.; Hausmann, R. (1999). "Exchange rates and financial fragility," en *New Challenges for and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Eichengreen, B.; Hausmann, R. (2002). *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market*. Eichengreen, B.; Hausmann, R. (eds). The University of Chicago Press, Chicago and London.

Eichengreen, B.; Hausmann, R. (2005a). "The Mystery of Original Sin", en Barry Eichengreen y Ricardo Hausmann, (eds.), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. Chicago: University of Chicago Press.

Eichengreen, B.; Hausmann, R. (2005b). "The Pain of Original Sin", en Barry Eichengreen y Ricardo Hausmann, (eds.). *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. Chicago: University of Chicago Press.

Eichengreen, B.; Hausmann, R. (2005c). "The Road to Redemption", en Barry Eichengreen y Ricardo Hausmann, (eds.). *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. Chicago: University of Chicago Press.

Eichengreen, B.; Hausmann, R.; Panizza, U. (2003b). Currency mismatches, debt intolerance and original sin: why they are not the same, why it matters. *Working Paper* No. 10036. National Bureau of Economic Research.

Eichengreen, B.; Hausmann, R. (2003c). Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters. *Working Paper*, No. 10036. National Bureau of Economic Research.

European Commission. (2004). Quarterly Note on the Euro-Denominated Bond Markets. N° 71: April – June 2004.

Fabozzi, F.J.; Modigliani, F.; Jones, F.J.; Ferri, MG. (2002). *Foundations of financial markets and institutions*. Third Edition. Person Education International.

Fabozzi FJ. (2004a). *The Handbook of European Structured Financial Products*. John Wiley & Sons Ltd, New Jersey.

Fabozzi, FJ. (2004b). *Bond markets, analysis and strategies*. Prentice Hall. New Jersey, US.

Federal Ministry of Finance. (2002). Issuance Term and Conditions for Federal Treasury Financing Paper of the German Government of December 2002.

Federal Ministry of Finance. (2004). Issue terms for Federal Bonds, Five-year Federal Notes, Federal Treasury Notes and Treasury Discount Paper.

Fernández, R.B.; Pernice, S.; Streb, J.M. (2007). Determinants of the Development of Corporate Bond Markets in Argentina: One Size does not fit all. Serie Documentos de Trabajo. Universidad del Cema Buenos Aires Argentina.

Ferrari, A.; Moreira Cunha, A.; da Silva Bichara, J. (2006). La Argentina después del Default: oportunidades y límites para la recuperación del Desarrollo. VIII Reunión de Economía Mundial Alicante, 20 – 22 DE ABRIL DE 2006.

Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericana. Indicadores de Coyuntura. Varias Publicaciones. FIEL

Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (2001). *Crecimiento y Equidad en Argentina. Bases de una Política Económica para la década*. FIEL (eds)

Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (2005). *El Sistema de Jubilaciones en la Argentina. Una evaluación de la reforma y el impacto del default*. FIEL (eds)

Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas y Banco Mundial. (1993). Financiamiento de la Inversión Privada en Sectores de Infraestructura. *Working paper*, Nº 39.

Fischer, S. (1983). "Welfare Effects of Government Issue of Indexed Bonds," en: Dornbusch, R. and Simonsen, M.H. (eds). *Inflation, Debt and Indexation*. MIT Press. Cambridge, Estados Unidos.

Fondo Monetario Internacional (1998). "Emerging Markets: The Contraction in External Financing and Its Impact on Financial Systems," en Charles Adams, Donald J. Mathieson, Garry Schinasi y Bankim Chadha, (eds.) *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*. Washington, DC: FMI.

Fondo Monetario Internacional. (2002a). *Assessing Sustainability*. Documento de política. Departamento de Elaboración y Examen de Políticas, FMI, Washington, DC.

Fondo Monetario Internacional (2002b). *Selected Topic: Emerging Local Bond Markets*. En *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*. Washington, DC: FMI.

Fondo Monetario Internacional (2002c). *Sovereign Debt Restructurings and the Domestic Economy Experience in Four Recent Cases*. Documento de política. Departamento de Elaboración y Examen de Políticas, FMI, Washington, DC.

Fondo Monetario Internacional (2002d). *Suriname: 2002 Article IV Consultation*. Country Report. FMI, Washington, DC.

Fondo Monetario Internacional (2003a). *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*. International Monetary Fund. Washington DC

Fondo Monetario Internacional (2003b). *Guidelines for Public Debt Management—Amended*. FMI y Banco Mundial, Washington, DC.

Fondo Monetario Internacional (2003c). *Public Debt in Emerging Markets: Is It Too High?* En *World Economic Outlook: Public Debt in Emerging Markets*. Washington, DC: FMI.

Fondo Monetario Internacional (2003d). *Review of Contingent Credit Lines*. Documento de política. Departamento de Elaboración y Examen de Políticas, FMI, Washington, DC.

Fondo Monetario Internacional (2003e). *Suriname: 2003 Article IV Consultation*. Country Report No. 03/356. FMI, Washington, DC.

Fondo Monetario Internacional (2003f). *Lessons from the Crisis in Argentina*. Policy Development and Review Department. Aprobado por Timothy Geithner.

Fondo Monetario Internacional. (2004). *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*. Washington, DC: FMI.

Fondo Monetario Internacional (2005). *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*. Septiembre. Washington, DC: FMI.

Fondo Monetario Internacional. (2006a). *Consideration of a New Liquidity Instrument for Market Access Countries*. Documento de política. Departamento de Elaboración y Examen de

Políticas, FMI, Washington, DC.

Fondo Monetario Internacional. (2006b). *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*. Washington, DC.

Fondo Monetario Internacional (2006c). *The Influence of Credit Derivative and Structured Credit Markets on Financial Stability*. En *Global Financial Stability Report*. Abril. Washington, DC.

Furman, J.; Stiglitz, J.E. (1998). *Economic consequences of income inequality*. Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 221-263.

Fondo Monetario Internacional (2006d). "Structural Changes in Emerging Sovereign Debt and Implications for Financial Stability", en *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*. Washington, DC.

Fondo Monetario Internacional (2007). *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*. Washington, DC.

Frankel, J.A. (2005). *Contractionary Currency Crashes in Developing Countries*. *IMF Staff Papers*, 52 (2), p. 149-92.

Frenkel, R. (2004). *Initiative for Policy Dialogue Capital Market Liberalization Task Force From the Boom in Capital Inflows to Financial Traps*. Centro de Estudios para Latinoamérica y el Caribe, CEPAL.

Friedman, F.B. (2004). *Regulation of Fixed Income Securities Markets in the United State*. Working Paper, No. 3283. World Bank Policy Research.

García, M.; Rigobón, R. (2004). *A Risk Management Approach to Emerging Markets' Sovereign Debt Sustainability with an Application to Brazilian Data*. *Working Paper*, No. 10336. National Bureau of Economic Research.

García Herrero, A.; Santillan Fraile, J.; Gallego Herrero, S.; Cuadro Sáez, L.; Egea Martínez, C. (2002). *Latin American Financial Development In Perspectiva*. *Working Paper*. Banco de España.

García-Herrero, A.; Ortiz, A. (2005). *The Role of Global Risk Aversion in Explaining Latin American Sovereign Spreads*. *Working Paper*, No. 0505. Banco de España, Madrid.

García, V. F.; Liu, L. (1999). *Macroeconomic Determinants of Stock Market Development*. *Journal of Applied Economics*, 2, p. 29-59.

Gerschenkron, A. (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Gobierno de la República Argentina (2005). *Datos Deuda Post Reestructuración*.

Goldsmith, R. (1969). *Financial Structure and Development*. New Haven, CT, Yale University Press.

Goldstein, M.; Turner, P. (2003). "Controlling currency mismatches in emerging economies: an alternative to the original sin hypothesis", en Robert E. Litan, Michael Pomerleano, V. Sundararajan (eds). Banco Mundial.

Greenwood, J.; Smith, B. (1996). *Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets*. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21, p. 145 -81.

Guidotti, P.E. (2003) *Reestructuración de la Deuda, Sistema Financiero, Predominio Fiscal y Metas de Inflación*. BCRA.

- Guilanyà Mercadé, A. La Perfecta Imperfección de los Mercados. *Revista Bolsa*, Agosto-Septiembre 2006.
- Gyntelberg, JMG.; Remolona, EM. (2005). Corporate bond markets in Asia. *BIS Quarterly Review*,
- Hausmann, R.; Panizza, U.; (2003). On the Determinants of Original Sin: An Empirical Investigation. *Journal of International Money and Finance*, 22 (7), p. 957–990.
- Hausmann, R.; Panizza, U.; Stein, E. (2001). Why Do Countries Float the Way They Float? *Journal of Development Economics*, 66(2), p. 387–414.
- Hausmann, R.; Rigobón, R. (2003). IDA in UF: On the Benefits of Changing the Currency Denomination of Concessional Lending to Low-Income Countries. Harvard University, Cambridge, MA.
- Herrera, LO; Valdés, RO.. (2005). De-dollarization, Indexation and Nominalization: The Chilean Experience. *Journal of Policy Reform* 8(4) p. 281–312.
- Herrera, S.; Perry, G. (2002). Determinants of Latin Spreads in the New Economy Era: The Role of U.S. Interest Rates and Other External Variables. Banco Mundial, Washington, DC.
- Herring, R.J.; Chatusripitak, N. (2000). The Case of the Missing Market: The Bond Market for Financial Development. *Working Paper*, 11. Asian Development Bank Institute.
- Herring, R.J.; Chatusripitak, N. (2000). The Case of the Missing Market: The Bond Market and Why It Matters for Financial Development. *Working Papers*, 01-08. Center for Financial Institutions, Wharton School Center for Financial Institutions. University of Pennsylvania.
- Heymann D. (2006). Macroeconomics of Broken Promises. *Project Documents Collection*. CEPAL.
- Her Majesty Treasury. HM Treasury Autumn Performance Report. Varias Publicaciones.
- Himmelberg, CP. Glenn, HR. y Love, I. (2002). Investor protection, ownership, and the cost of capital. *Policy Research Working Paper Series*, 2834. Banco Mundial.
- Holstrom, B.; Tirole, J. (2002). Domestic and International Supply of Liquidity. *American Economic Review*, 92 (2), p. 42-45.
- Huybens, E.; Smith, BD. (1998). Financial Market Frictions, Monetary Policy, and Capital Accumulation in a Small Open Economy. *Journal of Economic Theory*, 81, p. 353-400.
- Ichiue, H. (2005). Development of Japan's credit Markets. *BIS Paper*, 26. Bank of International Settlement.
- Ike, K.;Goto, Y. (2005). The Government and the Financial System: an Overview Public Policy Review, 2 (1).
- Instituto Argentino del Mercado de Capitales. Resumen bursátil. Varias Publicaciones.
- Instituto Argentino del Mercado de Capitales (2006). El Financiamiento Empresario a través del Mercado de Capitales entre los años 2000 y 2006. *Artículos de Investigación*. IAMC
- International Financial Services (2006). External Finance for Emerging Markets. IFSL report.
- Ito, T. (2005). The New Forward-Looking Phase of Japan's Financial System. Minister of State for Financial Services, Government of Japan. Japan Society, New York.
- Ize, A. (2005). Prudential Responses to De Facto Dollarization. *Journal of Policy Reform* 8(4) p. 241–62.

Izquierdo, A.; Panizza, U. (2006). "Fiscal Sustainability: Issues for Emerging Market Countries." en Ahmed Galal y Nadeem Ul Haque, (eds.). *Fiscal Sustainability in Emerging Markets: International Experience and Implications for Egypt*. American University in Cairo Press.

Jaimovich, D.; Panizza, U. (2006b). Public Debt around the World: A New Dataset of Central Government Debt. *Working Paper*, No. 561. Departamento de Investigación. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.

Jaimovich, D., Panizza, U. (2007). Procyclicality or Reverse Causality? Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.

Japan Securities Dealers Association. Fact Book. JASDAQ. Varias Publicaciones.

Jeanne, O. (2000). Foreign-currency Debt and the Global Financial Architecture. *European Economic Review*, 44, p. 719–27.

Jeanne, O.; Zettelmeyer, J. (2001). International Bailouts, Moral Hazard and Conditionality. *Economic Policy*, 16(33). p. 407–32.

Jeanne, O. (2003). Why Do Emerging Market Economies Borrow in Foreign-currency?. *IMF Working Paper*, No. 03/177. Fondo Monetario Internacional.

Jeanne, O. (2004). Debt Maturity and the International Financial Architecture. *IMF Working Paper*. International Monetary Fund.

Jeanne, O.; Guscina, A. (2006). Government Debt in Emerging Market Countries: A New Data Set. IMF Documento de trabajo No. 06/98. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.

Jeanneau, S.; Perez Verdia, C. (2005). Reducing financial vulnerability: the development of the domestic government bond market in Mexico. *BIS Quarterly Review*. Bank for International Settlements.

Jeanneau, S.; Tovar, CE. (2006). Los mercados de deuda interna en América Latina: logros y retos. *Informe Trimestral del BPI*, junio de 2006. BIS.

Kaminsky, G.L.; Reinhart, C.M.; (2000). On crises, contagion, and confusion. *Journal of International Economics*, 51 (1), p. 145-168.

Kenny, M.O. (2003) Titulización y Fideicomiso Financiero 2º Edición.

Kiguel, M. (1995). Convertibilidad: una historia de tango y tequila. Banco Central de la República Argentina.

King, R.; Levine, R. (1993a). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics* 108(3), p. 717-38.

King, R.; Levine, R. (1993b). Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence. *Journal of Monetary Economics*, 32(3) p. 513-42.

Krugman, P. (1988). Financing vs. Forgiving a Debt Overhang. *Journal of Development Economics*, 29, p. 253–68.

Krugman, P. (1999). Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises. *International Finance and Financial Crises*, 6(4), p. 459-472.

Kulfas, M., Hecker, E. (1998). La inversión extranjera en la Argentina de los años noventa. Tendencias y perspectivas. *Estudios de la Economía Real*, Nro. 10. Centro de Estudios para la Producción, Buenos Aires.

Kulfas, M.; Schorr, M. (2003). La Deuda Externa Argentina. Diagnóstico y lineamientos propositivos para su reestructuración. *Realidad económica*, 198. p. 21-48.

Kyle, A.S. (1984). "Market Structure, Information, Futures Markets, and Price Formation", en Gary G. Storey, Andrew Schmitz, y Alexander H. Sarris, (eds). *International Agricultural Trade: Advanced Reading in Price Formation, Market Structure, and Price Instability*. Westview.

Kulfas, M.; Schorr, M. (2003). La Deuda Externa Argentina. Diagnóstico y lineamientos propósitos para su reestructuración. Fundación OSDE / CIEPP.

Kushmeider, R.M. (2004). The U.S. Federal Financial Regulatory System: Restructuring Federal Bank Regulation. Federal Deposit Insurance Corporation. EEUU.

La Nación. (2005). "El Boden 2015 les salió caro a los que lo compraron". Informe del Banco Río. 29 de octubre del 2005.

Lang, M.; Lins, V; Miller, D. (2003). ADRs, Analysts, and Accuracy. *Journal of Accounting Research*, 41 (2), p. 317-345.

La Porta, R.; López-De-Silanes, F.; Shleifer, A. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52, p. 1131-1150.

La Porta, R.; López-De-Silanes, F.; Shleifer, A. (1998): "Law and finance". *Journal of Political Economy*, 106, p. 1113-1155.

La Porta, R.; López-De-Silanes, F.; Shleifer, A. (2002). Government Ownership of Banks. *Journal of Finance*, 57 p. 265-301.

Lazen, (2005). El Mercado Secundario de Deuda en Chile. *Documento de Trabajo N° 5*. Superintendencia de Valores y Seguros, Chile.

Legnini, C.P.; Lliteras, M.H. (1997). Regulacion y Liberalizacion Financiera, su Incidencia sobre el Grado de Profundizacion y Fragilidad. Actas de la Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política. Bahía Blanca, 1997.

Levine, R. (1991). Stock Markets, Growth, and Tax Policy. *Journal of Finance*, 46 (4), p. 1445-65.

Levine, R. (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda." *Journal of Economic Literature*, 35 (2), p. 688-726.

Levine, R. (2000). Bank Concentration: Chile and International Comparisons. *Working Papers Central Bank of Chile*, 62. Central Bank of Chile.

Levine, R. (2002). Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?. *NBER Working Papers*, 9138. National Bureau of Economic Research.

Levine, R.; Loayza, N.; Beck, T. (2000). Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. *Journal of Monetary Economics*, 46 (1), p. 31-77.

Levine, R.; Schmukler, S.L. (2003). Migration, Spillovers, and Trade Diversion: The Impact of Internationalization on Stock Market Liquidity. *Working Papers*, No 9614. National Bureau of Economic Research.

Levine, R.; Schmukler, S.L. (2006). Internationalization and Stock Market Liquidity. *Review of Finance* 10(1), p. 153-87.

Levine, R.; Zervos, S. (1996). Stock market development and long-run growth. *Policy Research Working Paper Series* 1582. The World Bank.

- Levine, R.; Zervos, S. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *American Economic Review*, 88, p. 537-558.
- Levy-Yeyati, E. (2001). Diez Años de Convertibilidad: la Experiencia Argentina. *Revista de análisis económico*, 16 (2), p. 3-42
- Levy Yeyati, E.; Sturzenegger, F. (2006a). The Balance-Sheet Approach to Debt Sustainability.
- Levy Yeyati, E. (2004). Dollars, Debt and the IFIs: Dedollarizing Multilateral Lending. *CIF Working Paper*, No. 11-04. Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires.
- Levy Yeyati, E. (2006a). Financial Dollarization: Evaluating the Consequences. *Economic Policy* 21(45) p. 61-118.
- Levy Yeyati, E. (2006b). Optimal Debt? On the Insurance Value of International Debt Flows. *Working Paper*. Departamento de Investigación No. 574. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Levy Yeyati, E.; Martínez Pería, M.S.; Schmukler, S.L. (2004). Market Discipline under Systemic Risk: Evidence from Bank Runs in Emerging Economies. *Working Paper*, No. 3440. Banco Mundial, Washington, DC.
- Levy Yeyati, E.; Micco, A. (2003). Concentration and Foreign Penetration in Latin American Banking Sectors: Impact on Competition and Risk. *Working Paper*, 499. Departamento de Investigación. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D.C..
- Levy Yeyati, E.; Panizza, U. 2006. The Elusive Costs of Sovereign Defaults. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Li LO. y Luengnaruemitchai, P. (2005). An Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains. *Working Papers*, No 05/152. Fondo Monetario Internacional.
- Lo Tártaro, D.; Silva, M. (2000). El ABC del mercado de capitales argentino. IADER (eds), Buenos Aires.
- Losada López, R. (2006). Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero.
- Lucas, R.E. (1989). On the Mechanics of Economic Development. *Working Paper*, No 1176, National Bureau of Economic Research.
- Lucas, R. 1990. Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?. *American Economic Review*. 80(2), p. 92-96.
- Mackeprang H. C. (2002). El Proceso de Titulación. Publicación del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.
- Maia, J.L.; Kweitel, M. (2000). La Relación entre el Riesgo País y el Crecimiento Económico en la Argentina. Dirección Nacional de Coordinación de Política Macroeconómica. Gobierno de la República Argentina.
- Manasse, P.; Roubini, N.; Schimmelpfennig, A. (2003). Predicting Sovereign Debt Crises. *IMF Working Paper* No. 03/221. Fondo Monetario Internacional.
- Mastroeni, O (2001). Pfandbrief-style Products in Europe. BIS Papers No 5. Bank of International Settlement.
- Mathieson D.J.; Schinasi, G.J. (2001). International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues.

McCauley, R.; Remolona, E. (2000). Size and Liquidity of Government Bond Markets. *BIS Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments*.

McKinnon, R.I. (1973). *Money and Capital in Economic Development* Washington D.C. The Brookings Institution.

Mehl, A.; Reynaud, J. (2005). The determinants of 'domestic' original sin in emerging market economies. *Working Paper Series*, 560. European Central Bank.

Menendez, R. (2002). La titulización de activos en la Argentina. Las Tesinas de Belgrano. Universidad de Belgrano.

Mercado Abierto Electrónico. (2005). *Reseña y Perspectiva Operativa y Financiera*. MAE.

Merton, RC.; Bodie, Z. (1995). A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment. *Working Paper*, No. 95-062. Harvard Business School

Micco, A.; Panizza, U.; Yañez, M. (2007). Bank Ownership and Performance: Are Public Banks Different?. *Journal of Banking & Finance*, 31 (1), p. 219-241.

Ministerio de Economía y Producción de la República Argentina. Informe Económico Trimestral. Varias publicaciones.

Ministerio de Economía y Producción de la República Argentina. Boletín Fiscal. Varias publicaciones.

Ministerio de Economía y Producción de la República Argentina. (2000). Metodología de estimación del balance de pagos. Dirección Nacional de Cuentas Internacionales Instituto Nacional de Estadística y Censos, Secretaría de Política Económica.

Ministerio de Economía y Producción de la República Argentina (2005). Estudio Especial sobre Administración de Pasivos del Estado Canje Default 2005. Gerencia de Control de la Deuda Pública.

Mohanty, M. (2002). "Improving Liquidity in Government Bond Markets: What Can Be Done?," en *The Development of Bond Markets in Emerging Economies*. BIS Papers No. 11. Bank for International Settlements.

Morck, R.; Shleifer, A.; Vishny, R.W. (1988). "Alternative Mechanisms for Corporate Control," *NBER Working Papers* No 2532. National Bureau of Economic Research.

Moreno, R. (2007). "Monetary policy transmission and the long-term interest rate in emerging markets," en: Bank for International Settlements (ed.), *Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies*, 35, p. 61-79

Nasarre-Aznar, S. (2002). The Funding of The Mortgage Loans in Spain by the Issue of Mortgage Securities. Their Legal Structure. Housing construction. An interdisciplinary task, I, XXX IAHS World Congress on Housing, p. 347-354.

Nishide K. (2004). Japan's New Inflation-Indexed Government Bonds. NLI Research.

Ocampo, J.A. (2005). Más allá del Consenso de Washington: una agenda de desarrollo para América Latina. *Serie Estudios y perspectivas* N° 26. CEPAL, México

Ong, L.L.; Luengnaruemitchai, P. (2005). An Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains. *Working Papers* 05/152. Fondo Monetario Internacional.

Packer, F.; Stever, R.; Upper, C. (2007). El mercado de bonos cubiertos. Informe Trimestral,

septiembre de 2007. Bank of International Settlement.

Página 12. (2005). "La licitación de Boden 2015 quedó desierta porque pedían tasas altas". Por Claudio Zlotnik. 22 de septiembre del 2005.

Paolantonio, M.E. (2004). *Obligaciones Negociables*. Ed. Rubinzal-Cutzoni.

PMICO, (2007). Overview of Japan's Residential Mortgage Market. Japan Credit Perspectives.

Parmigiani, C.; Dapena, J.L. (2005). El desempeño de las letras y notas del Banco Central de la República Argentina: periodo 2002-2004. Boletín Nro 4. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA)

Patro, D. (2000). Return Behavior and Pricing of American Depositary Receipts. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 10 (1), p. 43-67.

Peek, J.; Rosengren, E.S. (2000). Collateral Damage: Effects of the Japanese Bank Crisis on Real Activity in the United States. *American Economic Review*, 90 (1), p. 30-45.

Penido de Freitas, M.C.; D. Magalhaes P. (2000): La experiencia de apertura financiera en Argentina, Brasil y México, *Revista de la CEPAL*, 70.

Perotti, E. (2002). Herramientas Alternativas de Financiación: Fideicomiso. Bolsa de Comercio de Rosario. Investigación y Desarrollo. Departamento de Capacitación y Desarrollo de Mercados.

Price, R. (1997). The Rationale and Design of Inflation-Indexed Bonds. *Working Paper*, No. 97/12. Fondo Monetario Internacional.

Rajan, R. (1992). Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arms Length Debt. *Journal of Finance*, No 47(4), p. 1367-1400.

Rajan, R.G. (2005a). Debt Relief and Growth. *Finance and Development* No.42(2)

Rajan, R.G. (2005b). The Greenspan Era: Lessons for the Future. Speech delivered at the symposium, Financial Markets, Financial Fragility, and Central Banking. Jackson Hole.

Rajan, R.G. (2006). The Role of the Fondo Monetario Internacional in a Changing World. Discurso presentado en Kiel Institute Disponible en http://www.imf.org/external/np/speeches/2006/041006.htm#P9_220.

Rajan, R.G; Subramanian, A. (2005). Aid and Growth: What Does the Cross-Country Evidence Really Show?. *Working Paper*, No. 11513. National Bureau of Economic Research.

Rajan, R.G.; Zingales, L. (1995): What do we know about capital structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, No. 51(5), p. 1421-1460.

Rajan, R.; L. Zingales (1998a). Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, No. 88(3), p. 559-86.

Rajan, R. L.; Zingales (1999b). Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis. *Journal of Applied Corporate Finance*, No. 11(3), p. 40-48.

Rajan, R.G; Zingales, L. (2003a). Banks and Markets: The Changing Character of European Finance. *Working Paper*, No. 9595. National Bureau of Economic Research.

Rajan, R.G; Zingales, L. (2003b). *Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity*. New York: Crown Business.

Rajan, R.G; Zingales, L. (2003c). The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century. *Journal of Financial Economics*, No. 69(1) p. 5-50.

Rapoport, M. (2000). El Plan de Convertibilidad y la economía argentina (1991-1999). *Revista Economía e Sociedade*, No. 15. p. 33.

Reinhart, C.M.; Rogoff, K.S.; Savastano, M.A. (2003). Debt Intolerance. En William C. Brainard y George LP. (2003). *Brookings Papers on Economic Activity*, 1. Washington, DC: Brookings Institution Press.

Reinikka, R, y Svensson, J. (1999). How Inadequate Provision of Public Infrastructure and Services Affects Private Investment. Documento de Trabajo de políticas de estudio No. 2262. Banco Mundial, Washington, DC.

Rigobón, R. (2003). Identification through Heteroskedasticity. *Review of Economics and Statistics*, No. 85(4) p. 777-92.

Rigobón, R. (2006). Fiscal Response to Revenue Uncertainty. Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, MA.

Rodríguez, C.A. (1994). "Argentina: Fiscal Disequilibria Leading to Hyperinflation," en W. Easterly, C.A. Rodríguez y Klaus Schmidt-Hebbel (eds). *Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance*. Washington, The World Bank.

Rodrik, D.; Velasco, A. (1999). Short-Term Capital Flows. *Working Papers*, Nro. 7364. National Bureau of Economic Research.

Rojas-Suárez, L.; Weisbrod, SR. (1994). Financial Market Fragilities in Latin America: From Banking Crisis Resolution to Current Policy Challenges. *Working Papers*, No. 94/117. Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.

Rojo Brizuela, S.; Stampacchio, C. (1996). Cartera de títulos mantenidos a vencimiento. Serie Estudios Especiales, No. 1. Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones.

Rousseau, P.L.; Wachtel, P. (1998). Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries. *Journal of Money, Credit and Banking*, 30,(4), p. 657-78.

Schvarzer, J.; Finkestein, H. (2003). El sistema financiero durante el "corralito" y el "corralón". Una larga y costosa transición. *Notas de Coyuntura*, Nro 12. Centro de Estudios de la Situación y Perspectivas de la Argentina, CESP.A.

Schvarzer, J.; Finkestein, H. (2003). Bonos, cuasi monedas y política económica. Notas de Coyuntura, Nro 9. Centro de Estudios de la Situación y Perspectivas de la Argentina, CESP.A.

Sachs, J.D. (1984). Theoretical Issues in International Borrowing. *Essays in International Finance*, No. 54. Princeton University.

Sachs, J.; Tornell, A.; Velasco, A. (1996). The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold. *NBER Working Papers*, nº 5563. National Bureau of Economic Research.

Schclarek, A. (2004). Debt and Economic Growth in Developing and Industrial Countries. Working Papers 2005:34. Lund University, Department of Economics.

Schumpeter, J.A. (1912). *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*. Leipzig: Dunker & Humblot. *The Theory of Economic Development, 1912*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934.

Shah, A; Thomas, S. (2001). "Securities market efficiency," en: Globalization and national financial systems, (eds) James A. Hanson, Patrick Honohan, y Giovanni Majnoni, Capítulo 6, p. 145-175. The World Bank y Oxford University Press.

Shleifer, A.; Summers, L. (1988). Breach of trust in hostile takeovers. *NBER Working Paper*

Series, No 2342. National Bureau of Economic Research.

Shleifer, A.; Summers, L. H. (1989) "Breach of Trust in Hostile Takeovers".

Singh, A. (1997). Stock Markets, Financial Liberalisation and Economic Development. *Economic Journal*, 107 p. 771-782.

Singh, A.; Belaisch, A.; Collyns, C.; Masi, P.; Krieger, R.; Meredith, G.; Rennhack, R. (2005). Stabilization and Reform in Latin America: A Macroeconomic Perspective on the Experience Since the Early 1990s. *Occasional Paper* No. 238. Fondo Monetario Internacional.

Stallings, B. (2005). "Financial sector development in Latin America and East Asia: a comparison of Chile and South Korea," en Junji Nakagawa (eds.). *Managing Development: Globalization, Economic Restructuring, and Social Policy*. Routledge Studies in Development Economics. Londres, Routledge.

Stallings, B.; Studart, R. (2006). Financiamiento para el desarrollo: América Latina desde una perspectiva comparada. *Libros de la CEPAL*, N° 90. Santiago de Chile.

Standard & Poor's (S&P), (2000). *Securitization in Latin America 2000*. The McGraw-Hill Companies, New York.

Stiglitz, J.E. 1985. Credit Markets and the Control of Capital. *Journal of Money, Credit, and Banking* 17 (1), p.133-152.

Stiglitz, J.E. (1993). Banks versus Markets as Mechanisms for Allocating and Coordinating Investment. *Working Paper*, No 1821. National Bureau of Economic Research.

Sturzenegger, F. (2004). Toolkit for the Analysis of Debt Problems. *Journal of Restructuring Finance* 1(1), p.201-3.

Sturzenegger, F., Zettelmeyer, J. (2005a). Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005. *Working Paper*, 05/137. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.

Sturzenegger, F.; Zettelmeyer, J. (2006). Has the Legal Threat to Sovereign Debt Restructuring Become Real?. Business School Working Papers, Universidad Torcuato Di Tella.

Sylla, R.; Wright, RE. (2004). Networks and History's Generalizations: Comparing the Financial Systems of Germany, Japan, Great Britain, and the United States of America. Business History Conference, 2004.

Tadesse, S. (2002). Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence. *Journal of Financial Intermediation*, 11, p.429-454.

Taylor, A.M. (1997). Argentina and the World Capital Market: Saving, Investment, and International Capital Mobility in the Twentieth Century. *NBER Working Paper*, No. W6302.

The Ministry of Finance of Japan. Guide to Japanese Government Bonds. Varias Publicaciones.

The Ministry of Finance of Japan. (2007). Debt Management Report 2007. The Government Debt Management and the State of Public Debts.

Tirole, J. (2002). "Financial Crises, Liquidity and the International Monetary System". Princeton University Press.

Titelman, D. (2003). La banca de desarrollo y el financiamiento productivo. *Serie Financiamiento del desarrollo*, N° 137. Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Publicación de las Naciones Unidas.

Todesca, J.; Acosta Ormaechea, S. (2003). Las perspectivas de financiamiento de mediano y largo plazo, en Componentes macroeconómicos, sectoriales, y microeconómicos para una estrategia nacional de desarrollo. Ministerio de Economía, Argentina.

Tovar, C.E. (2005). International government debt denominated in local currency: recent developments in Latin America. *BIS Quarterly Review*.

Turner, P. (2002). Bond markets in emerging economies: an overview of policy issues, en: The development of bond markets in emerging economies. *BIS Paper*, No 11.

Turner, A. (2006). Pensions, Risks, and Capital Markets. *Journal of Risk & Insurance*, 73 (4), p. 559-574.

Universidad Torcuato Di Tella. Informe de Expectativas Cambiarias. Centro de Investigación en Finanzas. Varias publicaciones.

Velasco, A. (1999). "A Model of Endogenous Fiscal Deficits and Delayed Fiscal Reforms," en James M. Poterba y Jürgen von Hagen, (eds.) *Fiscal Institutions and Economic Performance*. Chicago: University of Chicago Press.

Vitols, S. (2002). The Transition from Banks to Markets in the German and Japanese Financial Systems. *WZB Discussion Paper* No. 02 - 901.

Weinstein, D.E.; Yafeh, Y. (1998). On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan. *Journal of Finance*, 53(2), p. 635-672.

Williamson, J. (2003). No hay Consenso. Reseña sobre el Consenso de Washington y sugerencias sobre los pasos a dar. *Finanzas & Desarrollo*, septiembre de 2003. FMI.

Zervos, S. 2004. The Transactions Costs of Primary Market Issuance: The Case of Brazil, Chile, and México. Documento de trabajo de Políticas de Estudio No. 3424. Banco Mundial, Washington, DC.

Webgrafía

ASIAN BONDS ONLINE: <http://asianbondsonline.adb.org/regional/regional.php>

ASOCIACIÓN DE INTERMEDIARIOS DE ACTIVOS FINANCIEROS (AIAF) Mercado de Renta Fija S.A.
<http://www.aiaf.es>

BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA (BCRA): www.bcra.gov.ar

BANCO CENTRAL DO BRASIL: www.bcb.gov.br/

BANCO CENTRAL DE CHILE: www.bcentral.cl/

BANCO DE MÉXICO: www.banxico.org.mx

BANCO DE ESPAÑA <http://www.bde.es>

BANK OF ENGLAND: <http://www.bankofengland.co.uk>

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENT: <http://www.bis.org>

BANK OF JAPAN: <http://www.boj.or.jp/en/index.htm>

BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES (BCBA): www.bolsar.com

BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES DE URUGUAY (BEVSA): www.bevsa.com.uy/

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (Bovespa): www.bovespa.com.br

BOLSA MEXICANA DE VALORES (BMV): www.bmv.com.mx

BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME): www.bolsasymercados.es

CÁMARA DE CUSTODIA Y LIQUIDACIÓN (CETIP): www.cetip.com.br

COMISIÓN DE VALORES MOBILIARIOS (CVM): www.cvm.gov.br

COMISIÓN NACIONAL DE SEGUROS Y FINANZAS (CNSF): www.cnsf.gob.mx

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, <http://www.cnmv.es>

COMISIÓN NACIONAL DEL SISTEMA DE AHORRO PARA EL RETIRO (CONSAR): www.consar.gob.mx

COMISIÓN NACIONAL DE VALORES (CNV): www.cnv.gov.ar/

COMISIÓN NACIONAL BANCARIA Y DE VALORES (CNBV): www.cnbv.gob.mx

COMISIÓN NACIONAL PARA LA PROTECCIÓN Y DEFENSA DE LOS USUARIOS DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS: www.condusef.gob.mx/

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN): www.fazenda.gov.br/portugues/orgaos/cmn/cmn.asp

DEBT MANAGEMENT OFFICE: <http://www.dmo.gov.uk>

DIRECCIÓN GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA (DGTPF) www.tesoro.es

DIRECCIÓN GENERAL DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES: www.dgsfp.mineco.es

FANNIE MAE: www.fanniemae.com

FEDERAL AGENCY FOR FINANCIAL SUPERVISORY http://www.bundesbank.de/bankenaufsicht/-bankenaufsicht_bafin.en.php

FEDERAL MINISTRY OF FINANCE: <http://www.bundesfinanzministerium.de>

FEDERAL RESERVE OF NEW YORK, (FRBNY): www.newyorkfed.org/

FEDERAL RESERVE OF ESTADOS UNIDOS, (FED): www.federalreserve.gov

FEDERAL SECURITIES ADMINISTRATION (FSA): www.bwpv.de/

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY: www.fsa.gov.uk

FREDDIE MAC, www.freddiemac.com

GERMAN FINANCE AGENCY: www.deutsche-finanzagentur.de

HER MAJESTY'S TREASURY (HM Treasury): www.hm-treasury.gov.uk

INSTITUTO ARGENTINO DE MERCADO DE CAPITALES, (IAMC): www.iamc.sba.com.ar

JAPAN FINANCE CORPORATION FOR MUNICIPAL ENTERPRISES (JFM):
www.jfm.go.jp/jfm_e/index.html

JAPAN SECURITIES DEALER ASSOCIATION (JSDA): www.jsda.or.jp/html/eigo/index.html

JAPAN SECURITIES EXCHANGE (JASDAQ): www.jasdaq.co.jp/index_en.jsp

LONDON STOCK EXCHANGE (LSE): www.londonstockexchange.com

MERCADO ABIERTO ELECTRÓNICO (MAE): www.mae.com.ar/

MERCADO DE VALORES DE BUENOS AIRES (Merval): www.merval.sba.com.ar

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y PRODUCCIÓN DE LA REPÚBLICA ARGENTINA: <http://www.mecon.gov.ar>

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA DE ESPAÑA: www.minhac.es

MINISTERIO DE HACIENDA DE CHILE: www.minhda.cl

MINISTRY OF FINANCER OF JAPAN: <http://www.mof.go.jp/english/>

MUNICIPAL SECURITIES RULEMAKING BOARD (MSRB): www.msrb.org

NAGOYA STOCK EXCHANGE (NSE): www.nse.or.jp/e/index.html

NATIONAL ASSOCIATION OF SECURITIES DEALERS, (NASDAQ) <http://www.nasd.com>

NATIONAL LIFE FINANCE CORPORATION (NLFC): www.kokukin.go.jp/pfce/indexe.html

NEW YORK STOCK EXCHANGE, (NYSE): www.nyse.com

OSAKA SECURITIES EXCHANGE (OSE): www.ose.or.jp/e/index.html

SECRETARIA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO (SHCP): www.shcp.gob.mx

SECRETARIA DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (SPC): www.previdenciasocial.gov.br

SECURITIES AND EXCHANGE SURVEILLANCE COMMISSION (SECS): <http://www.fsa.go.jp/sesc/english/index.htm>

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, <http://www.sec.gov>

SECURITIES INVESTOR PROTECTION CORPORATION, (SIPC): www.sipc.org

SD Ineval: www.ineval.com.mx

SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES: www.iberclear.es

SUPERINTENDENCIA DE ADMINISTRACIÓN DE FONDOS DE PENSIONES (SAFP): www.safp.cl

SUPERINTENDENCIA DE BANCOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS (SBIF): www.sbif.cl

SUPERINTENDÊNCIA DE SEGUROS PRIVADOS (SUSEP): www.susep.gov.br

SUPERINTENDECIA DE VALORES Y SEGUROS (SVS): www.svs.cl/

TESORO PÚBLICO, <http://www.tesoro.es>

THE BOND MARKET ASSOCIATION <http://www.bondmarket.com>

THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, FEDERAL BANK OF NEW YORK, [http:// www.ny.frb.org](http://www.ny.frb.org)

TOKIO STOCK EXCHANGE (TSE): www.tse.or.jp/english/index.html

UK LISTING AUTHORITY (UKLA): www.fsa.gov.uk/ukla/

Anexos

Anexo 4.1.

Durante toda la década del '90, en Argentina se acumularon grandes cantidades de activos y pasivos en dólares. A partir de la salida de la convertibilidad una cantidad de activos y pasivos estaba dolarizada, (completar)

El Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) surgió a partir de la Resolución 47/2002 del Banco Central de la República Argentina, y según esta resolución, el CER se compone de la "variación diaria obtenida de la evolución mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), publicado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC)"¹.

El Banco Central publica el CER diariamente, pero existen dos tramos en el cálculo de este indicador:

- A partir del día siete de cada mes, y hasta el último día de este mes el CER se construirá a partir de la tasa media geométrica calculada sobre la variación del IPC. Es decir, en primer lugar se calcula el factor diario de la variación de la inflación:

$$F_t = \left(\frac{(IPC)_{j-1}}{(IPC)_{j-2}} \right)^{\frac{1}{k}}$$

- Entre el 1 y el 7 de cada mes

$$F_t = \left(\frac{(IPC)_{j-2}}{(IPC)_{j-3}} \right)^{\frac{1}{k}}$$

donde:

F_t es el valor diario de actualización del CER

k número de días correspondiente al mes j

j , mes en curso

$(IPC)_{j-1}$ es el valor del IPC en el mes anterior al mes que se va a determinar el CER

$(IPC)_{j-2}$ es el valor del IPC de dos meses antes al mes que se va a determinar el CER

$(IPC)_{j-3}$ es el valor del IPC de tres meses antes al mes que se va a determinar el CER

Por lo tanto, el CER para el DIA t será:

$$CER_t = F_t \times CER_{t-1}$$

¹ A su vez, esta resolución tiene su origen en el Decreto 214/2002 de Reordenamiento del Sistema Financiero, en el cual el gobierno establece las obligaciones que serán huesificadas y a las cuales se les aplicará el CER.

4.2. Brasil

Cuadro 4.2.1. Características de las Notas del Tesouro Nacional

| Nombre del Título | Título de deuda externa canjeado | Tipo de interés | Pago de intereses | Pago del nominal | Ajuste del Nominal | Plazo de Vencimiento |
|---------------------|--|------------------|---|--------------------|--------------------|----------------------|
| NTN-A ₁ | Brazil Investment Bond (IBI) | 6% anual | Semestral | Cuotas semestrales | Tasa del MCTL | 13 y 14 años |
| NTN-A ₂ | Interest Due and Unpaid Bond (IDU) | Libor+ Mg. | Mensual | Cuotas semestrales | Tasa del MCTL | - de 4 años |
| NTN-A ₃ | Par Bonds | Ste up | Semestral | Al Vto | Tasa del MCTL | 26 años |
| NTN-A ₄ | Discount Bond | Libor + Mg. | Semestral | Al vto | Tasa del MCTL | - de 27 años |
| NTN-A ₅ | Front Loaded Interest Reduction Bond (FLIRB) | Ste up | Semestral | Cuotas semestrales | Tasa del MCTL | - de 12 años |
| NTN-A ₆ | C-Bond | Ste up | Semestral | Cuotas semestrales | Tasa del MCTL | 13 y 14 años |
| NTN-A ₇ | Debt Conversion Bond (DCB) | Libor + Mg. | Semestral | Cuotas semestrales | Tasa del MCTL | - de 15 años |
| NTN-A ₈ | New Money Bond (NMB) | Libor + Mg. | Semestral | Cuotas | - | 12 años |
| NTN-A ₉ | Eligible Interest Bond (EIBond) | Set Up | Semestral | Cuotas Semestrales | - | 12 años |
| NTN-A ₁₀ | Notas del Tesouro Nacional serie L (NTN-L) | Libor + Mg. | Semestral | Cuotas Semestrales | Tasa del MCTL | 9 años |
| NTN-B | Recursos para fines presupuestarios | 6% anual | Semestral | Al vto | IPC-A | + 12 meses |
| NTN-C | Recursos para fines presupuestarios | 6% anual | Semestral | Al vto | IGP-M | + 12 meses |
| NTN-D | Fines presupuestarios | 6% anual | - de 6 meses: al vto + de 6 meses: semestrales | Al vto | Tasa MTCL | + 3 meses |
| NTN-E | Refinanciación de deuda federal interna | TBF ² | Semestral | Al vto | - | - de 30 años |
| NTN-F | Fines presupuestarios | 5% anual | Al vto | Al vto | TR | - de 6 años |
| NTN-H | Fines presupuestarios | Al descuento | Al vto | Al vto | TR | + 3 meses |
| NTN-I | Financiamiento de exportaciones | No definido | | Al vto | Tasa MTCL | - de 25 años |
| NTN-J | Incrementar el capital de Banco Central | Tasa de las LTN | | Al vto | - | - 15 años |
| NTN-L | Canje por títulos federales en poder del Banco Central | 5% anual | Al vto | Al vto | Tasa MTCL | - 2 años |
| NTN-M* | Canje de deuda | Libor + Mg. | Semestral | Cuotas Semestrales | Tasa MTCL | 15 años |
| NTN-P | Amortizar deudas | 6% anual | Al Vto | Al vto | TR | + 15 años |
| NTN-R ₁ | | 8% anual | Al vto | Al vot | Tasa MTCL | 2 años |
| NTN-R ₂ | | 12% anual | Mensual | Cuotas anuales | Tasa MTCL | 10 años |
| NTN-S** | Fines presupuestarios | | | Al vto | - | - 7 días |
| NTN-T | Fines presupuestarios | 5% anual | Al vto | Al vto | TJLP | - 15 años |

* Colocación directa

** Antes de los siete días pagan la tasa de descuento aplicada al valor nominal, en el segundo periodo al nominal se ajusta por la tasa Selic acumulada desde la fecha que se determina como el comienzo del segundo periodo y estimada sobre el valor nominal.

² Tasa básica Financiera

Anexo 4.3. Chile

4.3.1. Forma de Cálculo de la UF:

$$UF = Rd = \left(1 + \frac{vIPC_{-1}}{100} \right)^{\frac{1}{d}}$$

Donde:

Rd=Factor de reajuste diario del valor de la Unidad de Fomento.

d =Nºde días comprendidos en el período para el cual se calcula el valor diario de la UF.

vIPC₋₁ = Variación porcentual del IPC registrada en el mes inmediatamente anterior.

De esta manera, el valor de la UF para cada día se determinará sobre la base del valor del día anterior, según la siguiente fórmula:

$$UF_{\text{día}} = UF_{\text{día-1}} \times Rd$$

Anexo 4.4 México

4.4.1. Procedimiento para el cálculo y publicación del valor en moneda nacional de la unidad de inversión (Banco de México)

1. El Banco de México publicará en el Diario Oficial de la Federación el valor en moneda nacional de la Unidad de Inversión (UDI), para cada día, conforme a lo siguiente: a) a más tardar el día 10 de cada mes publicará el valor correspondiente a los días 11 a 25 de dicho mes, y b) a más tardar el día 25 de cada mes publicará el valor correspondiente a los días 26 de ese mes a 10 del mes inmediato siguiente.

2. La variación porcentual (en lo sucesivo cuando se diga variación debe entenderse porcentual) del valor de la UDI del 10 al 25 de cada mes será igual a la variación del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) en la segunda quincena del mes inmediato anterior. La variación del valor de la UDI del 25 de un mes al 10 del mes inmediato siguiente será igual a la variación del INPC en la primera quincena del mes referido en primer término.

Para determinar las variaciones del valor de la UDI correspondientes a los demás días de los periodos de publicación, la variación quincenal del INPC inmediata anterior a cada uno de esos periodos se distribuirá entre el número de días comprendidos en el periodo de publicación de que se trate, de manera que la variación del valor de la UDI en cada uno de esos días sea uniforme.