

EMISIÓN DE VALORES DEL BANCO CENTRAL: EXPERIENCIAS INTERNACIONALES Y DIRECTRICES

Simon Gray
Runchana Pongsaparn

1. INTRODUCCIÓN

No es nada nuevo que la mayoría de los bancos centrales de mercados emergentes operen con superávits de reservas. Por lo general, sus balances se han *orientado hacia los activos*, es decir, el banco central toma ciertos activos –en particular las reservas en divisas, los préstamos al gobierno o, en ciertos casos, la ayuda como prestamista de último recurso a bancos en problemas– ya sea para alcanzar los objetivos de política monetaria o porque no tienen otra opción. Esto ocasiona que los saldos de reservas en las cuentas de los bancos comerciales excedan la demanda. Dado que los saldos excesivos de reservas tenderán a deprimir las tasas de interés de corto plazo (y a presionar el tipo de cambio), muchos bancos centrales emprenden operaciones de esterilización para minimizar las consecuencias adversas. Para ello tal vez aumenten los requerimientos de resevas, paguen intereses sobre las reservas excedentes, utilicen instrumentos como los depósitos a plazo y los reportos inversos (o canjes de divisas), o emitan pagarés del banco central.

En los últimos años, varios sistemas bancarios de economías avanzadas han pasado de déficits estructurales a superávits en sus saldos de reservas debido a la crisis financiera mundial (CFM). En Japón, Estados Unidos y el

Traduce y publica el CEMLA con la debida autorización el IMF Working Paper, núm. WP/15/106, mayo de 2015 © IMF 2015. Los autores desean agradecer a Miguel Savastano, Ghiath Shabsigh, Bernard Laurens, Kelly Eckhold, Mariam El Hamiani Khatat, Manmohan Singh y Zsolt Ersek por sus detallados comentarios y sugerencias. Las opiniones expresadas son las de los autores y no necesariamente representan las opiniones del FMI, su Junta de Gobernadores ni su Directorio Ejecutivo. Cualquier error u omisión con respecto al original por causa de la traducción es responsabilidad del Centro. Correspondencia: <sgray@imf.org>, <rpongsaparn@imf.org>.

Reino Unido,¹ las compras de valores que realiza el banco central (la llamada expansión cuantitativa o EC) han incrementado enormemente los balances y ocasionado grandes posiciones de exceso de reservas en poder de los bancos comerciales. En la zona del euro, la aportación de liquidez mediante créditos a los bancos, en respuesta a la CFM, también ha conducido a saldos excesivos de reservas.

Por otro lado, el repunte de los flujos de capital trasfronterizos tras la crisis financiera internacional ha renovado los retos para los bancos centrales de mercados emergentes en el manejo eficaz de los saldos de reservas. Al principio, muchas economías emergentes experimentaron salidas de capital cuando las instituciones financieras encaminaron la liquidez de vuelta a Estados Unidos y Europa. La venta de divisas por parte de los bancos centrales, con miras a suavizar la depreciación, drenó las reservas excedentes en moneda local. Pero poco después, las políticas monetarias expansivas (principalmente la EC) en reacción a la CFM reactivó los flujos de capital hacia los mercados emergentes, lo que ejerció presión al alza sobre sus respectivas monedas.² Para disipar tal presión, las intervenciones en el mercado de cambios han sido frecuentes y, con ello, los saldos de reservas en moneda local han crecido. Para evitar una consecuencia adversa en la estabilidad financiera resulta fundamental manejar adecuadamente tales saldos.³

La emisión de valores del banco central pudiera ser una opción atractiva para *la gestión de liquidez*

eficaz, dado que brinda a los institutos centrales cierto grado de autonomía con la que no cuentan todos los demás instrumentos. La emisión de valores del banco central representa uno de los métodos más acordes con el mercado y puede considerarse como una de las operaciones de mercado abierto (OMA) más utilizadas por varios bancos centrales. Los instrumentos directos, como los requerimientos de reservas, normalmente funcionan como un impuesto a la intermediación financiera cargado mediante los bancos comerciales, a menos que sean remunerados totalmente. En varios países, las limitaciones introducidas recientemente a la intermediación de los bancos comerciales han ocasionado una proliferación de instituciones financieras no bancarias (denominadas a veces como *banca paralela*), con los riesgos para la estabilidad financiera que ello implica. La utilización de otros instrumentos de OMA (favorables al mercado), como la venta de valores gubernamentales o la utilización de reportos inversos y canjes de divisas, depende forzosamente de que la cartera de los bancos centrales incluya una garantía (o divisas).⁴ Los valores del banco central le proporcionan al instituto emisor autonomía en este sentido.

Los valores del banco central también pueden utilizarse para estimular el desarrollo del mercado de bonos. En ciertos países donde no hay necesidad (desde un punto de vista fiscal) de emitir valores gubernamentales, el gobierno tal vez no los emita en montos o plazos suficientes para satisfacer la demanda de activos sin riesgo crediticio denominados en moneda local. La emisión de valores del banco central puede llenar este vacío y ayudar a crear la curva de rendimientos de referencia.

Este artículo busca resumir las experiencias recientes de distintos países con la emisión de

¹ Posiblemente la zona del euro, tras la decisión que tomara el Banco Central Europeo (BCE) en enero de 2015.

² Ver, por ejemplo, FMI (2013) y FMI (2014a).

³ Los saldos de los bancos comerciales en la cuenta que tienen en el banco central (los *saldos de reservas*) forman parte del *dinero de reserva* (dinero en circulación más saldos en la cuenta corriente de los bancos comerciales) que el banco central puede controlar de modo directo. Estos saldos suelen denominarse *liquidez*; en general, en este artículo se prefiere el término *saldos de reservas*, dado que la liquidez tiene connotaciones más amplias. Por ejemplo, el término *liquidez* puede utilizarse para describir si un instrumento financiero es muy negociado y si hay suficientes recursos de terceros para la expansión crediticia de un banco.

⁴ Son muy pocos los casos en los que un gobierno ha estado dispuesto a emitir más valores de los necesarios para satisfacer su necesidad de financiamiento, y en esos casos el efectivo excedente se ha depositado en una cuenta bloqueada en el banco central. Esto pudiera reducir la carga de esterilizar reservas excesivas, pero pudiera haber limitaciones a la libertad del banco central para determinar el momento y el volumen de tal emisión.

valores del banco central y condensar las *mejores prácticas* que puedan servir como directriz operativa para los bancos centrales. El material publicado respecto a este tema en particular ha sido muy general y se ha concentrado en el aspecto conceptual de la emisión de valores del banco central.⁵ En contraste, este artículo intenta conectar los aspectos conceptuales con los aspectos prácticos de la emisión de valores del banco central y abordar temas como son los distintos plazos de la emisión, el acceso de los inversionistas y las operaciones en el mercado secundario.

El resto de este artículo se divide en cuatro secciones. En la segunda sección se proporcionan hechos estilizados sobre la emisión de valores del banco central, tomados principalmente de la encuesta trienal mundial sobre la aplicación de la política monetaria, levantada por el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital (MCM, por sus siglas en inglés) del FMI, y se discute la razón de ser de la emisión de valores del banco central. En la tercera sección se comenta la mecánica de la emisión de valores del banco central, de nuevo, tomando como referencia la experiencia internacional. La cuarta sección incluye un guía de políticas y detalla los elementos y preparativos necesarios para la emisión de valores del banco central. En la quinta sección se presentan las conclusiones.

2. HECHOS ESTILIZADOS SOBRE LA EMISIÓN DE VALORES DEL BANCO CENTRAL: UN CONTEXTO GLOBAL

Esta sección incluye información para responder dos preguntas: 1) ¿qué características tienen los bancos centrales que emiten valores (una comparación a lo largo del tiempo, regiones, grupos de ingreso y regímenes de política monetaria)?; y 2) ¿por qué emiten valores (para regular la liquidez –complementando o sustituyendo otras herramientas– o para desarrollar el mercado de bonos y para otros fines)?

2.1 ¿CUÁLES SON LAS CARACTERÍSTICAS DE LOS BANCOS CENTRALES QUE EMITEN VALORES?

Durante el último decenio más o menos, una tercera parte de los bancos centrales del mundo han estado emitiendo valores para realizar OMA. Este ha sido un hallazgo llamativo de la encuesta Sistema de Información para Instrumentos de Política Monetaria (ISIMP, por sus siglas en inglés) que aplica el MCM cada dos o tres años. En la encuesta más reciente (2013),⁶

⁵ Ver, por ejemplo, Rule (2011).

⁶ La encuesta abarca 125 países; ver la lista de países en el anexo I.

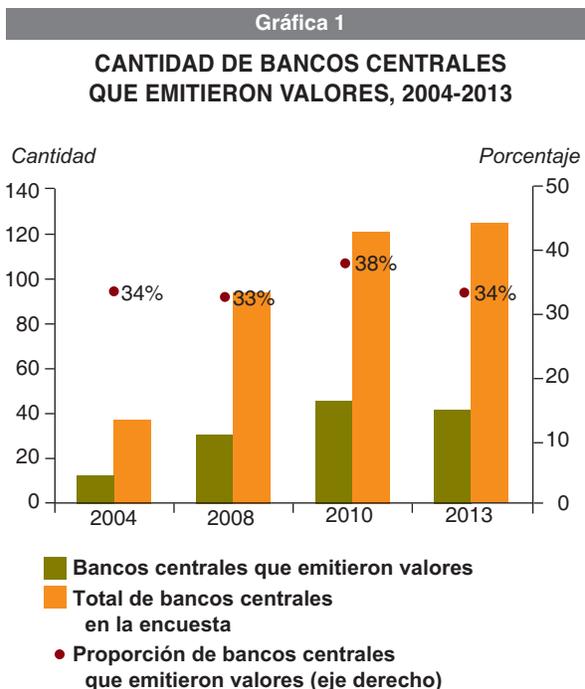
42 bancos centrales indicaron que emiten valores. La proporción no ha cambiado mucho en el último decenio (gráfica 1).

Las comparaciones entre distintas épocas deben considerarse con cuidado, dado que el número de países incluidos en la encuesta ha aumentado mucho en estos últimos años. Asimismo, un análisis más a fondo de la encuesta revela posibles deficiencias, entre otras, respuestas incompatibles en un mismo país a lo largo del tiempo, así como fallas en los datos. Para evitar estas incompatibilidades, el análisis a continuación se centrará en los resultados de la encuesta de 2013.

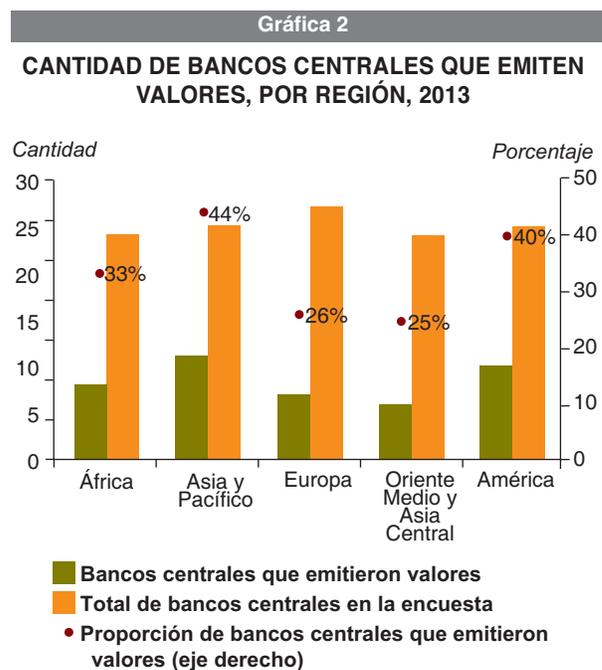
A 2013, la encuesta muestra una mayor probabilidad de que los bancos centrales en Asia y el hemisferio occidental emitieran valores propios en comparación con los bancos centrales de otras regiones (gráficas 2). Ambas regiones han experimentado un considerable flujo de capital privado en los dos últimos decenios y las compras de divisas

que han realizado los bancos centrales han hecho necesaria la esterilización de las reservas excedentes creadas, como ya dijimos anteriormente.⁷ Además del flujo de divisas, pudiera ser que los países donde el banco central emite valores tienen, en general, una metodología más orientada al mercado que otros países.

La emisión de valores del banco central es mucho menos común entre los países de ingreso bajo, donde, proporcionalmente, la emisión de valores del banco central es mucho menor (gráfica 3) debido tal vez a una infraestructura de mercado inadecuada o a distorsiones del mercado. Parece improbable que la incidencia de un exceso de liquidez estructural sea menor en los bancos centrales de países con ingreso bajo; de hecho, es más probable que estos tuvieran la necesidad de drenar sus reservas superavitarias en comparación con



Fuente: Information System for Instruments of Monetary Policy y cálculos de los autores.

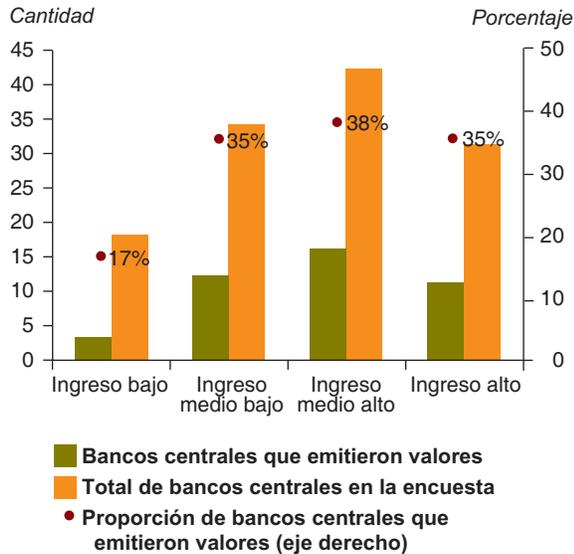


Fuente: Information System for Instruments of Monetary Policy y cálculos de los autores.

⁷ Ver también FMI (2013).

Gráfica 3

CANTIDAD DE BANCOS CENTRALES QUE EMITIERON VALORES, POR NIVEL DE INGRESO, 2013



Fuente: Information System for Instruments of Monetary Policy y cálculos de los autores.

los bancos centrales en países con ingreso más alto (debido al financiamiento monetario y por ser prestamistas de último recurso, así como a las entradas de divisas).

Los bancos centrales de países con bajo ingreso no emiten sus propios valores debido a los costos de tasa de interés y administrativos, y a la ausencia de buenos sistemas de operación, pago y liquidación. Para algunos, el costo de drenar la liquidez excedente a una tasa de OMA pudiera considerarse demasiado alto para su balance. Asimismo, si los bancos comerciales dominan el mercado –de manera que el sector financiero no bancario no es un participante importante– o si el mercado secundario de valores es ilíquido, la distinción entre depósitos a plazo y valores del banco central pudiera ser escasa al principio.⁸ Sin embargo, un beneficio

⁸ Los depósitos a plazo por lo general no son negociables. Si el mercado de valores es ilíquido, los valores del banco central no pueden negociarse con facilidad (es decir, prácticamente

fundamental de los valores (o reportos y canjes de divisas) en comparación con los depósitos a plazo es que permiten el desarrollo del mercado.

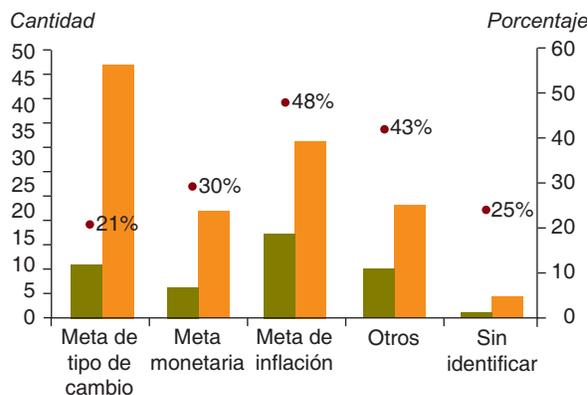
El régimen de política monetaria también pudiera determinar si se efectúa la emisión de valores del banco central. En comparación con otros regímenes de política monetaria, los bancos centrales que han adoptado una meta de inflación tienen más probabilidades de emitir sus propios valores (gráfica 4). En general, la mayoría de los países con un marco de meta de inflación emplean la tasa de interés de corto plazo como su objetivo operativo. Cuando los saldos de reservas son demasiado elevados, la necesidad de mantener las tasas de mercado cercanas al objetivo de la política demanda un instrumento de OMA eficaz, como son los valores del banco central.⁹ Por otra parte, con meta de tipo de cambio, el objetivo operativo sería el propio tipo de cambio, por lo que puede tolerarse más volatilidad de las tasas de interés. En el caso de la meta de agregado monetario, cabría esperar un menor desarrollo del mercado financiero y de instrumentos monetarios basados en el mercado.

no son negociables). Por lo tanto, no hay mucha diferencia o ventaja entre los valores del banco central o los depósitos a plazo.

⁹ Hay ciertas excepciones. Por ejemplo, si el banco central está operando en un sistema de *pisos*, mediante el cual se podrían remunerar las reservas excedentes o totales para influir en las tasas de corto plazo del mercado.

Gráfica 4

CANTIDAD DE BANCOS CENTRALES QUE EMITIERON VALORES, POR RÉGIMEN DE POLÍTICA MONETARIA



- Bancos centrales que emitieron valores
- Total de bancos centrales en la encuesta
- Proporción de bancos centrales que emitieron valores (eje derecho)

Fuente: Information System for Instruments of Monetary Policy, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (2014) y cálculos de los autores.

2.2 ¿POR QUÉ EMITEN VALORES LOS BANCOS CENTRALES?

La legislación de los bancos centrales que permite la emisión de valores es una condición *necesaria pero no suficiente*. La base de datos de Legislación de Bancos Centrales (2013) del FMI muestra que la ley permite, en la mayoría de los casos, que los bancos centrales emitan valores (74% del total). De los que pueden hacerlo, poco más de la mitad (55% de ese subgrupo) lo hacen. Evidentemente, otros factores no legislativos (incluido, por supuesto, que sea necesario drenar las reservas superavitarias) determinan la decisión de emitir valores (gráfica 5).

El propósito de regular la liquidez

La función de los valores del banco central es, evidentemente, regular la liquidez y, en particular,

Gráfica 5

LEGISLACIÓN DE BANCOS CENTRALES Y EMISIÓN DE VALORES DEL BANCO CENTRAL (57 PAÍSES)
(en porcentajes)



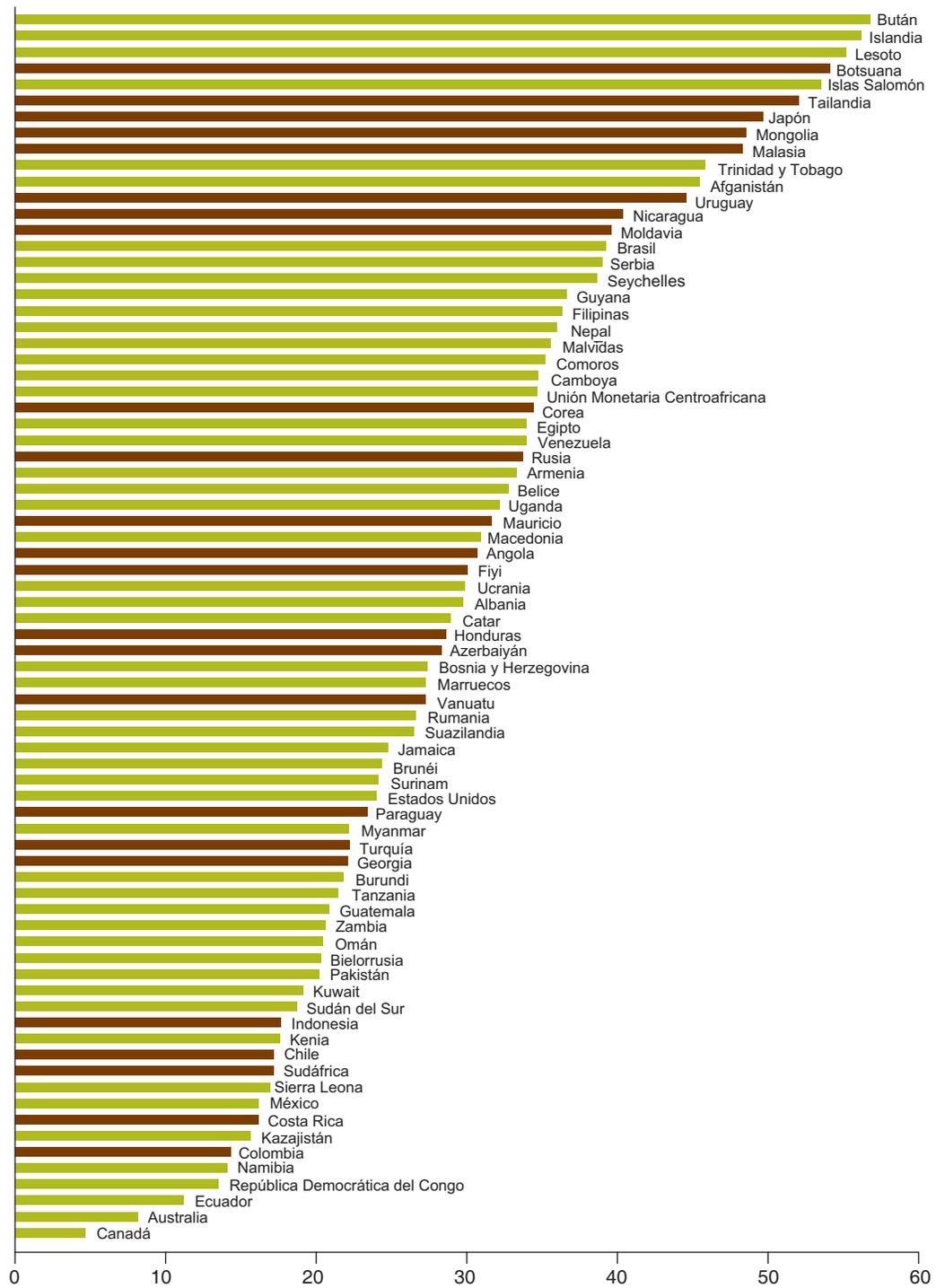
Fuente: Central Bank Legislation Database y cálculos de los autores.

absorber las reservas excedentes. Aunque puede resultar difícil calcular el grado de excedente de las reservas, los bancos centrales que emiten valores tienden a tener un balance más elevado como porcentaje del PIB. Esto apunta a una necesidad subyacente. El análisis del balance de los bancos centrales se ve limitado porque los datos no siempre están disponibles y porque las clasificaciones de partidas no siempre son compatibles, lo que complica las comparaciones entre países. Como ya señalamos, el superávit en las reservas por lo general se debe a financiamiento monetario del gobierno, compra de reservas de divisas o, posiblemente, la provisión de fondos a algunos bancos,¹⁰ acciones que tienden a acrecentar la parte del activo del balance de los bancos centrales. Asimismo, parte del incremento correspondiente en el pasivo pudiera deberse a la emisión de valores. La gráfica 6 sustenta parcialmente este señalamiento (los bancos centrales que emiten valores están resaltados en café).

¹⁰ Si algunos bancos en el mercado son percibidos como débiles, el banco pudiera apuntalarlos con liquidez, pero las reservas así creadas tienden a migrar hacia los bancos más fuertes. El balance del banco central crece, pues es intermedio de parte del mercado.

Gráfica 6

TAMAÑO DEL BALANCE DEL BANCO CENTRAL COMO PORCENTAJE DEL PIB, 2013



Fuente: International Financial Statistics y cálculos de los autores.

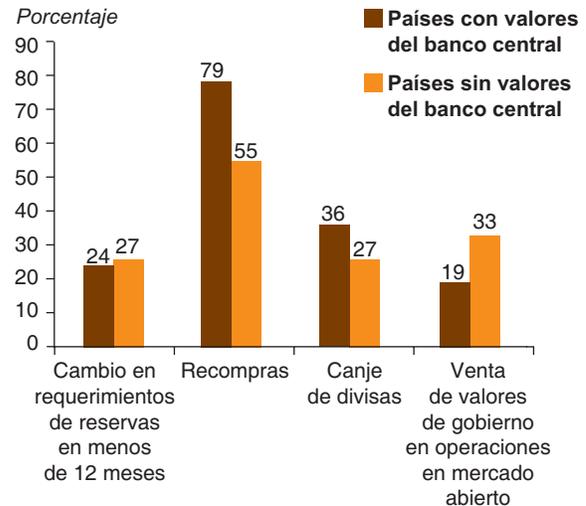
Los valores del banco central por lo general sustituyen a los requerimientos de reservas o al uso de valores gubernamentales en las OMA para regular la liquidez, pero complementan otras herramientas de OMA basadas en el mercado. El uso de otras herramientas para regular la liquidez por parte de los bancos centrales que emiten valores y los que no lo hacen se muestra en la gráfica 7. Es más probable que los que no los emiten empleen la emisión de valores gubernamentales para regular la liquidez o que modifiquen los requerimientos de reservas. Los valores del banco central tienden a utilizarse como complemento de los instrumentos basados en el mercado, a saber, los reportos y los canjes de divisas. Los valores del banco central no se utilizan como sustitutos de herramientas de esterilización de muy corto plazo (como los reportos o canjes de un día a otro, o los depósitos de un día a otro), que generalmente se utilizan para ajustar la liquidez y que, en muchos casos, transmiten la señal de política monetaria.¹¹ Las razones de esto son que los costos administrativos de la emisión de valores pudieran no justificarse cuando se trata de operaciones de muy corto plazo y que los beneficios de la transabilidad para el mercado son mucho menos significativos en el caso de los instrumentos de corto plazo. (No obstante, sí hay algunos bancos centrales que utilizan valores del banco central a corto plazo para transmitir la señal de política, como el de Suecia y el de Polonia.) Es más probable que los valores del banco central se utilicen para lidiar con la liquidez excesiva estructural/de largo plazo y, por lo tanto, tienden a tener un vencimiento más largo que otros instrumentos de OMA para retirar liquidez.

La elección de herramientas para realizar las OMA también depende de la forma de la curva de rendimientos: cuanto más plana sea, mayores son las probabilidades de que el banco central utilice las OMA de largo plazo y, por lo tanto, emita valores. La gráfica 8 muestra la relación entre el volumen

¹¹ Los instrumentos de corto plazo suelen tener una tasa igual o cercana a la tasa de política monetaria, mientras que los de más largo plazo tienden más a tener tasas de mercado.

Gráfica 7

EMPLEO DE OTRAS HERRAMIENTAS DE GESTIÓN DE LIQUIDEZ
(porcentajes)

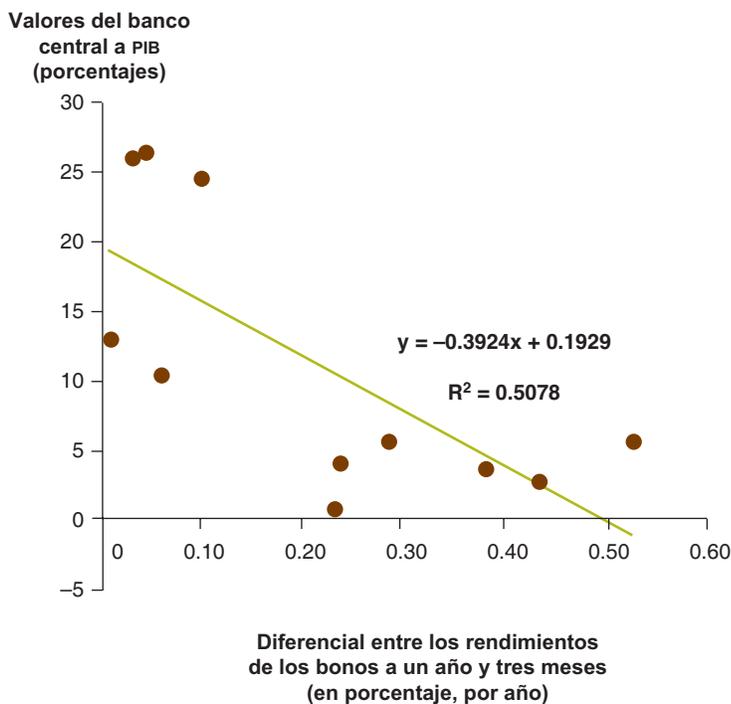


Fuente: Information System for Instruments of Monetary Policy y cálculos de los autores.

de los valores en circulación del banco central y el diferencial entre las tasas de referencia a tres meses y a un año para una muestra de 11 países (a julio de 2014). Como se observa, a menor diferencial (esto es, cuanto más plana es la curva de rendimientos), más valores emitirán los bancos centrales. Una curva de rendimientos más plana hace que sea más atractivo para el banco central emitir instrumentos de mayor plazo, en tanto cabría esperar que los costos de una esterilización de más largo plazo no sean cuantiosos. También pudiera ser que los bancos comerciales estén más dispuestos a aceptar tasas de interés fijas de más largo plazo cuando la curva de rendimientos está observando pocos cambios, ya que así estarían menos expuestos al riesgo.

Gráfica 8

DIFERENCIAL DE RENDIMIENTO Y EMISIÓN DE VALORES DEL BANCO CENTRAL



Fuente: Information System for Instruments of Monetary Policy y cálculos de los autores.

Desarrollo del mercado

Además de gestionar la liquidez, algunos bancos centrales también elaboran su calendario de emisión de valores con miras a propiciar el desarrollo del mercado nacional de bonos. Algunos ejemplos son la Autoridad Monetaria de Hong Kong (HKMA), el Banco de Corea (BOK) y el Banco de Tailandia (BOT). La HKMA emitió valores del Exchange Fund con vencimiento entre 91 días y 15 años para crear la curva de rendimientos. El BOK y el BOT emiten valores con vencimiento de hasta dos y tres años, respectivamente, para facilitar la construcción de una curva de rendimiento de corto plazo que sirva de referencia, al tiempo que evita un traslape con la emisión de valores gubernamentales (de mayor plazo). Gray *et al.* (2013) señalaron que algunos bancos centrales emiten valores con otros propósitos. Por ejemplo, en 1997, el Banco Nacional de Malasia (BNM) emitió valores con el fin de obtener fondos para la recapitalización bancaria. Asimismo, el Banco de Inglaterra (BOE) a veces ha emitido valores en divisas para financiar sus reservas.

3. ¿CÓMO EMITEN VALORES LOS BANCOS CENTRALES?

En esta sección se exploran las cuestiones prácticas inherentes a la emisión de valores del banco central. Se considera si deberían utilizarse bonos del Tesoro o valores del banco central para regular la liquidez, y si se emiten valores del banco central:

- ¿cuál debería ser su plazo?
- ¿quiénes deberían ser las contrapartes?
- ¿debería el banco central realizar subastas de precio único o de múltiples precios?
- ¿debería el banco central decidir discrecionalmente la adjudicación?
- ¿qué tipo de valores deberían emitirse?

El análisis de estas cuestiones incluirá los resultados de tres casos estudiados: Chile, Corea y Tailandia (ver más detalles en el anexo 2). Los bancos centrales de estos tres países son grandes emisores de valores. Aprovechar su experiencia podría facilitar el diseño de productos y dar ideas sobre cómo alcanzar varios objetivos simultáneamente mediante la emisión de valores del banco central.

3.1. LA REGULACIÓN DE LA LIQUIDEZ: ¿CON BONOS DEL TESORO O CON VALORES DEL BANCO CENTRAL?

La decisión de utilizar valores gubernamentales o del banco central implica equilibrar costo y autonomía. Si drenar el superávit de liquidez genera costos tales que ocasionarán pérdidas constantes al banco central, se justifica hacerlo mediante una operación fiscal desde el principio.¹² Si se emiten valores gubernamentales y los recursos así retirados se mantienen en una cuenta en el banco central que esté bloqueada y no genere intereses, entonces los costos se sufragan directamente mediante el presupuesto. Sin embargo, pocos gobiernos están preparados para asumir este costo directamente o para dar al banco central discrecionalidad total en la emisión de tales valores. Asimismo, la autonomía operativa del banco central pudiera ponerse en riesgo si, para gestionar la liquidez, tuviera que solicitar regularmente al gobierno que emitiera valores.¹³

¹² A la larga, las pérdidas del banco central representan un costo fiscal, pues el gobierno necesitará cubrir el costo de recapitalizar al banco central en vez de recibir dividendos de este.

¹³ Nyawata (2012) y Quintyn (1994) ofrecen una discusión más a fondo sobre los valores gubernamentales y del banco central.

En la práctica, en relativamente pocos casos se emiten valores gubernamentales para contribuir a las operaciones para retirar liquidez. Por ejemplo, cuando el mercado en India registró un superávit estructural en el saldo de reservas (hasta 2011), el Banco de la Reserva de India (RBI),¹⁴ como agente del gobierno, subastó regularmente bonos del Tesoro y bonos de gestión de efectivo tanto para cubrir las necesidades inmediatas de egresos públicos como para drenar liquidez del sistema. En cuanto a la parte de los valores utilizada para absorber liquidez, el producto de la subasta se mantuvo en una Cuenta del Mecanismo de Estabilización del Mercado. El gobierno, en colaboración con el RBI, fijó el techo para la emisión de tales valores. (Desde 2011, el mercado ha registrado a un déficit estructural de reservas, con lo que ya no es necesario retirar liquidez.)

3.2. EMISIÓN DE VALORES DEL BANCO CENTRAL: CUESTIONES OPERATIVAS

Vencimiento

Los valores del banco central por lo general abarcan el segmento más corto de la curva de rendimientos. Con base en una muestra de 24 países,¹⁵ hasta finales de julio de 2014, el vencimiento residual de valores del banco central oscilaba entre cuatro días (Azerbaiyán) hasta cinco años (Chile), y su moda era de alrededor de un mes (gráfica 9). A menos que haya un exceso de liquidez estructural persistente, los vencimientos cortos pudieran preferirse con el fin de permitir más flexibilidad al dejar de retirar liquidez.¹⁶ Asimismo, como ya se

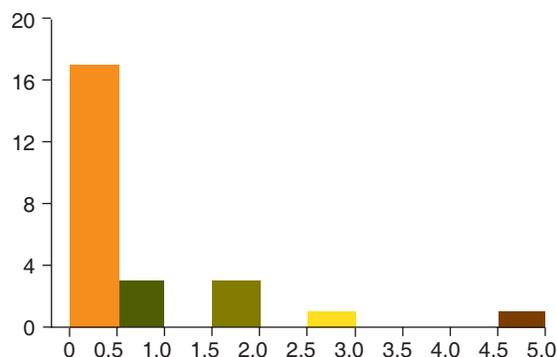
¹⁴ Por ley, el RBI no puede emitir sus propios valores.

¹⁵ La muestra estuvo determinada por la disponibilidad de datos sobre la emisión de valores del banco central; incluye a Argentina, Azerbaiyán, Botsuana, Chile, China, Corea, Georgia, Indonesia, Irak, Kuwait, Malasia, Mauricio, México, Moldavia, Namibia, Nigeria, Paraguay, Qatar, la República Checa, la República Dominicana, Singapur, Tailandia, Uruguay y Vietnam.

¹⁶ Al mismo tiempo, los valores de corto plazo del banco central también podrían ayudar a gestionar la liquidez de corto plazo

Gráfica 9

HISTOGRAMA DEL PLAZO RESTANTE DE LOS VALORES DEL BANCO CENTRAL (EN AÑOS)



Fuente: Bloomberg y cálculos de los autores.

indicó, si la curva de rendimientos está muy empinada, es más probable que el banco central utilice instrumentos de menor vencimiento.

La liquidez estructural excesiva pudiera requerir de bonos del banco central de mayor plazo para reducir la necesidad de renovaciones frecuentes. Claramente, si el sistema bancario está saturado con reservas excesivas, los vencimientos más largos resultan convenientes por razones operativas, pues reducen la necesidad de renovar con frecuencia los instrumentos para las OMA, así como de desarrollar el mercado. Si la demanda de papel de más largo plazo es suficientemente grande, la absorción de liquidez mediante la emisión de bonos de mayor plazo podría disminuir los costos de esterilización en un horizonte más amplio, sobre todo en un ciclo de subidas de tasas de interés. Por ejemplo, los bancos centrales de Chile, Corea y Tailandia emiten valores por hasta 20 años (vinculados a un índice), dos años y tres años, respectivamente.

Los bonos con mayor vencimiento pudieran ayudar a crear una curva de rendimientos de referencia, si la oferta de bonos gubernamentales no fuera

de los bancos comerciales, sobre todo si los mercados de bonos son menos líquidos.

suficiente. En algunos casos, el gobierno pudiera estar sujeto a una disciplina fiscal estricta (lo que fija un tope a la cantidad de valores que puede emitir) o registrar un superávit. Como resultado, la oferta de bonos soberanos en el mercado pudiera ser insuficiente para facilitar la construcción de una curva de rendimientos de referencia. En tal caso, el banco central podría ayudar cubriendo la oferta faltante al ofrecer valores del banco central con un mayor vencimiento, siempre y cuando, por supuesto, fuera necesario drenar reservas superavitarias. Un buen ejemplo fue el caso de Chile antes de 2003, cuyo gobierno no emitía suficientes bonos y la liquidez estructural era excesiva.

La coordinación con la unidad gubernamental de administración de deuda es crucial para garantizar que la emisión agregada de valores del banco central y del gobierno sea coherente y satisfaga la demanda del mercado. Si la calificación crediticia (soberana) es similar, el banco central debería planear su programa de emisiones en coordinación con el gobierno para no confundir al mercado. Si es posible, ambos emisores deberían armonizar sus emisiones con las preferencias del mercado en cuanto a la estructura de cartera, sobre todo si el mercado siente una fuerte preferencia por cierto *hábitat*. Por ejemplo, en situaciones en las que el gobierno planea hacerse de recursos emitiendo bonos locales con plazos de 3 a 20 años, por poner un caso, el banco central debería emitir valores con un vencimiento de menos de tres años para satisfacer la demanda del mercado de instrumentos de más corto plazo.¹⁷ El banco central también debería complementar los mismos plazos de la emisión gubernamental si la oferta de valores gubernamentales con esos vencimientos fuera insuficiente. Juntos, ambos emisores soberanos facilitarían la construcción de una curva de rendimientos de referencia.

¹⁷ Aunque, con el tiempo, la maduración de los valores en circulación implicará que haya valores gubernamentales con vencimientos residuales que se traslapen con los valores del banco central.

En general, el gobierno debería recibir prioridad en la emisión de bonos. La emisión de bonos gubernamentales es una fuente importante de recursos para proyectos de infraestructura y de largo plazo, y en general, para satisfacer las necesidades de financiamiento del gobierno. Otras fuentes de recursos, como los préstamos bancarios, son menos recomendables y más costosas. Las necesidades gubernamentales de financiamiento deben satisfacerse sin importar que la reserva monetaria esté registrando un superávit o un déficit estructural. Asimismo, el banco central debe contribuir a drenar las reservas sólo cuando haya un superávit; si con la emisión de deuda gubernamental se drena todo el superávit de reservas, entonces no es necesario que el banco central emita nada.¹⁸ Esto apunta a la necesidad de prever la liquidez con precisión y de coordinar el momento oportuno. Por ejemplo, si el banco central proyecta un superávit de liquidez esta semana, pero equilibrio o déficit la semana siguiente a la emisión planeada de deuda gubernamental, no tendría sentido que emitiera un bono a tres meses para drenar el superávit.

Contrapartes

Hay diferentes métodos para elegir las contrapartes de la emisión. Una participación múltiple proporciona más competencia y mejores precios, pero podría incrementar los costos administrativos.¹⁹ La subasta competitiva tiende a elevar el precio de los bonos y, por lo tanto, ayuda a reducir el costo por intereses para los emisores. Sin embargo, si el sistema de subasta no está automatizado, la

¹⁸ Si un gobierno satisface sus necesidades de financiamiento mediante préstamos en moneda extranjera, vendiendo divisas al banco central y luego gastando en moneda extranjera, el banco central pudiera tener que drenar el consecuente superávit de reservas. Algunos gobiernos han decidido que es más eficiente (y, en general, más barato) que el gobierno obtenga sus préstamos en el mercado nacional.

¹⁹ De los 42 bancos centrales reportados como emisores de valores, 11 subastan valores sólo para bancos comerciales, mientras que el resto tiene un grupo más amplio de contrapartes.

participación numerosa (incluidas las instituciones financieras no bancarias) incrementará los costos de procesamiento y pudiera causar problemas al sistema de pagos y liquidaciones. Los altos costos administrativos y los posibles problemas para el sistema de pagos y liquidaciones pudieran disuadir al banco central de permitir una participación más numerosa.

Al mismo tiempo, la transmisión de la política monetaria pudiera ser más eficaz con un grupo más amplio de participantes. Si no hay suficiente competencia en el sistema bancario (suele ocurrir que gran parte del superávit estructural de reservas se relaciona con un competencia reducida), entonces la tasa de interés que paga el banco central sobre los valores (u otros instrumentos para drenar las reservas) pudiera no transmitirse al resto de la economía con tanta eficacia. En tales casos, la eficiencia acrecentada de la política monetaria pudiera compensar sobradamente los costos de permitir una participación numerosa.

Es importante distinguir entre restricciones a la participación en la subasta, por un lado, y la tenencia, tanto directa como indirecta, por el otro. Un banco central podría limitar las posturas aceptando sólo las de bancos, o aceptar posturas de estos únicamente pero permitirles ofertar en representación de clientes (aunque esto pudiera complicar las reglas de asignación máxima por oferente). Sí sólo se permite ofertar a los bancos, las operaciones en el mercado secundario podrían limitarse a los bancos también (únicamente estos podrían ser tenedores de valores del banco central) o podrían incluir a otros inversionistas institucionales. En este último caso, habría que disponer que tales inversionistas tuvieran cuentas de valores en el depositario (por lo general el propio banco central es el depositario de los bonos que emite), aunque permitiéndoles utilizarlos en transacciones (ventas directas, dación en prenda y reportos).

Pudiera fijarse un límite mínimo y máximo a las posturas individuales para evitar la monopolización del mercado y desalentar una gran cantidad de posturas pequeñas. Por lo general se fija un techo del

20% al 30%, pero no hay un rango uniforme.²⁰ La monopolización del mercado no es algo que deba preocupar cuando se trata de valores de corto plazo que se emiten con frecuencia, aunque sí cobra relevancia en el caso de vencimientos de seis meses o más. Asimismo, cualquier techo debe tomar en cuenta el tamaño relativo de los participantes: tales restricciones no deberían imposibilitar que los participantes presentaran posturas por todos los valores ofertados. El monto mínimo de las ofertas se utiliza para impedir una gran cantidad de posturas pequeñas (minoristas), lo que podría agregar poco valor a los objetivos del banco central.

Algunos países también utilizan subastas no competitivas. Una cantidad predeterminada de valores puede asignarse al precio promedio ponderado de las ofertas adjudicadas, con el fin de ampliar la base de inversionistas y facilitar el acceso a participantes no tan avanzados ni tan bien informados.

Tipo de subasta

Hay dos tipos principales de subastas: la de precio múltiple y la de precio único. En una subasta de precio múltiple, los adjudicatarios pagan el precio que ofertaron. En una subasta de precio único (común o uniforme), todos los adjudicatarios pagan el precio de la postura más baja asignada, es decir, el precio de oferta mínimo aceptable. El cuadro 1 muestra que los bancos centrales utilizan ambos tipos de subastas.

Además de las subastas de precio múltiple y las de precio único, algunos bancos centrales utilizan las subastas de precio fijo cuando emplean sus valores para transmitir una señal de política monetaria. Por ejemplo, el Riksbank (el banco central de Suecia) emite certificados a la misma tasa de interés que la tasa de reportos (la tasa de política monetaria). De igual modo, el Banco Nacional de Polonia (BNP) emite regularmente bonos a siete días, cuya tasa se determina dependiendo del nivel de la tasa de referencia del BNP.

²⁰ Turner (2002).

Cuadro 1

EJEMPLOS DE EMISIÓN DE VALORES DEL BANCO CENTRAL

<i>País</i>	<i>Segmento de la curva (plazos comunes) D: día; S: semana; M: mes; A: año</i>	<i>Tipo de subasta</i>	<i>Restricciones a la tenencia¹</i>
Angola	14, 28, 63 y 182 días	Precio múltiple	Sí
China	3M - 3A (3M, 6M, 1A)	Precio único	No
Costa Rica	1A - 15A	Precio múltiple	Sí
República Dominicana	1M - 7A	Precio múltiple	No
Indonesia	9M	Precio múltiple	No
Malasia	Hasta 1A (3M, 6M)	Precio múltiple	No
Perú	2M - 1A	Precio múltiple	Sí
Singapur	Hasta 3M (4, 6, 8 semanas, hasta 3M)	Precio único	No
Corea del Sur (bono de estabilización monetaria del Banco de Corea)	1M - 2A (1M, 3M, 1A y 2A)	Precio único	No
Taiwán (certificados de depósitos negociables del Banco Central de la República China)	1M - 24M (30, 91, 182, 364 días)	Precio múltiple para el certificado de depósito a 364D; precio único para el resto	Nd
Tailandia	14D - 3A (3M, 6M, 1A)	Precio múltiple	No
Vietnam	1S, 2S, 1M, 2M, 3M, 6M, 1A (3M, 6M, 1A)	Precio único	Nd

¹ nd: información no disponible.

Fuentes: Gray S., P. Karam, V. Meeyam y M. Stubbe, *Monetary Issues in the Middle East and North Africa Region: A Policy Implementation Handbook for Central Bankers*, Fondo Monetario Internacional, 2013; Local Market Compendium 2014, Standard Chartered Bank; base de datos del ISIMP (2013); bancos centrales nacionales. Información a 2013.

Una subasta de precio múltiple pudiera ayudar a reducir los costos de esterilización en general y fomentar las posturas competitivas, pero provocar también una *maldición del ganador*. Como cada adjudicado paga el precio o precios que ofertó, el banco central pudiera vender sus valores a un precio promedio más alto (esto es, a costos por intereses más bajos) en comparación con las subastas de precio único. Asimismo, las subastas de precio múltiple deberían fomentar las posturas

competitivas y ayudar a reducir la posibilidad de manipulación. Sin embargo, los ofertantes que pagan precios por encima del precio de oferta mínimo aceptable pudieran registrar pérdidas si las operaciones realizadas en el mercado secundario tras la subasta partieran del precio de oferta mínimo aceptable. Esta *maldición del ganador* pudiera ocasionar que los participantes ofrecieran un precio más bajo del que ofrecerían en otras circunstancias, lo

que ocasiona un precio promedio más bajo en las subastas subsecuentes.

El vencimiento de los valores subastados y la estructura del mercado deberían influir en qué sistema de subasta se elige. En el caso de valores de corto plazo cuando el banco central está guiando el precio, o cuando es importante facilitar una participación amplia, el sistema de precio único pudiera servir mejor a los objetivos. De hecho, dado que uno de los objetivos de la emisión de valores del banco central es impedir que los rendimientos de mercado de corto plazo caigan demasiado, el principal objetivo del banco central evidentemente no es realizar la emisión al menor costo.²¹ En el caso de los valores a mayor plazo, la formación de precios pudiera ser más importante, con lo que un sistema de precio múltiple pudiera instar a los participantes a reunir información y contribuir a la formación de precios.

Tipos de valores

A menos que los bancos centrales sean los principales emisores de valores junto con el gobierno, el volumen total de la emisión es limitado. Por tal motivo, los valores del banco central suelen ser de tipo estándar, es decir, son bonos con descuento o con cupón fijo. Unos pocos bancos centrales han emitido bonos vinculados a un índice o con cupón flotante, sobre todo a plazos más largos. En Chile, por ejemplo, el Banco Central emite bonos vinculados a la inflación. En Tailandia se emiten regularmente bonos con cupón flotante vinculado a la Tasa Ofrecida Interbancaria de Bangkok (BIBOR).

Los bancos centrales pueden emitir bonos de ahorro para los inversionistas minoristas, pero este tipo de bono por lo general no es muy líquido. Los han emitido el Banco de Tailandia y el Banco Nacional de Malasia con el fin de proporcionar otros instrumentos a los particulares y, al mismo tiempo,

absorber liquidez. Sin embargo, el volumen de la emisión de los bonos de ahorro para participantes minoristas suele ser pequeño y, sus costos administrativos, elevados. No pueden utilizarse como un canal importante de absorción de liquidez ni para ajustes finos. Asimismo, los bonos de ahorro no suelen ser objeto de operaciones de compraventa, las cuales pudieran estar prohibidas. Los bonos minoristas suelen emitirse para competir contra los depósitos a plazo de los bancos comerciales con el fin de aumentar la eficacia del mecanismo de transmisión al intensificar la competencia (si es insuficiente). Esto incluye, por ejemplo, los casos en los que las tasas de depósito pudieran ser consideradas como demasiado bajas para cierto nivel de tasas de política monetaria del banco central.

²¹ Un gobierno que emite valores para financiar su déficit normalmente aspira a realizar sus emisiones al menor costo y riesgo en un periodo dado. Los objetivos del banco central son otros.

4. ALGUNAS DIRECTRICES GENERALES

Se pueden proporcionar algunas directrices generales respecto a los cuatro elementos básicos de la emisión de valores del banco central: la asignación de instrumentos de OMA, la planeación de emisión de valores del banco central, la subasta en sí y la evaluación después de la subasta. Tales directrices se basan en los casos estudiados, en las lecciones derivadas de varias misiones de asistencia técnica y en la exposición anterior.

4.1 LA ELECCIÓN DE INSTRUMENTOS DE OPERACIONES DEL MERCADO ABIERTO

La elección de los instrumentos para gestionar la liquidez necesita tomar en cuenta la estructura de los flujos de liquidez futuros, lo que requiere de proyecciones. Debería hacerse una previsión diferenciada de los cambios a corto y largo plazo con el fin de planear una elección apropiada de instrumentos diferentes. Los bancos centrales necesitan elaborar proyecciones a mediano plazo de su balance (los llamados *factores autónomos*²²). El componente de corto plazo (cíclico) de la liquidez pudiera subsanarse mediante instrumentos de OMA de más corto plazo, como los reportos inversos o las subastas de depósitos; mientras que el superávit estructural/a largo plazo de liquidez podría absorberse con valores del banco central.

La distribución de los plazos entre varios instrumentos debería basarse en los distintos segmentos de la demanda de cada instrumento.

Cuadro 2

EJEMPLOS DE RANGOS DE VENCIMIENTOS POR LIQUIDEZ INSTRUMENTOS DE GESTIÓN

<i>Instrumento</i>	<i>Rango de vencimiento</i>
Mecanismos de depósito/crédito	De un día a otro
Depósitos a plazo/préstamos garantizados	1 día, 7 días, 14 días, 1 mes
Reportos/reportos inversos	1 día, 7 días, 14 días, 1 mes
Canje de divisas	De un día para otro - 12 meses
Valores del banco central	Desde 3 meses

²² Los factores autónomos (aquellos que dictan el balance del banco central y, por lo tanto, afectan la liquidez general en el sistema) son básicamente: cambios en la demanda de dinero en circulación; cambios en las reservas internacionales netas y cambios en los balances del gobierno.

Por ejemplo, el vencimiento de las operaciones de ajuste fino –como los reportos inversos– pueden oscilar de un día para otro a un mes, mientras que el de los valores del banco central puede ser a partir de tres meses. Si el acceso a los distintos instrumentos está restringido (por ejemplo, que sólo los bancos comerciales pudieran realizar depósitos a plazo o transacciones de reporto con el banco central, pero los valores del banco central estuvieran disponibles para todos), pudiera justificarse el tener distintos instrumentos de OMA con vencimientos traslapados. Mientras que todos los instrumentos servirían para el objetivo final de gestionar la liquidez, debería considerarse el objetivo secundario, por ejemplo, construir una curva de rendimientos de referencia, o desarrollar un mercado de reportos o canjes, o fortalecer el mecanismo de transmisión creando más competencia. El cuadro 2 muestra un ejemplo del rango de vencimientos por instrumento.

Por lo general suelen ser necesarias proyecciones mensuales de la liquidez. La emisión de valores, a diferencia de los instrumentos a corto plazo para ajuste fino, como los reportos, requiere que el banco central y los participantes del mercado planifiquen la liquidez a más largo plazo. Un calendario de subastas debería anunciarse con suficiente antelación como para que los participantes del mercado puedan planear. Hacer esto requiere de proyectar la liquidez a un mayor plazo (más de un día o de una semana) con el fin de calcular cuánta liquidez será absorbida por la emisión total. Una vez que se detectan las necesidades de regulación de liquidez a más largo plazo, los instrumentos de ajuste fino ayudarán a absorber los altibajos breves en la liquidez y el déficit/superávit remanente de liquidez que se derive de las incertidumbres y los errores de proyección. En el caso de las operaciones más cortas para gestionar la liquidez, serán necesarias proyecciones más frecuentes (diarias o semanales) que dependerán de los ciclos de las OMA. Por ejemplo, si el reporto se realiza diariamente, será necesario proyectar la liquidez diariamente.

4.2. PLANEACIÓN DE LA EMISIÓN DE VALORES DEL BANCO CENTRAL

Evaluación de las condiciones del mercado y el programa de emisión de bonos gubernamentales

Las condiciones de liquidez, la oferta de bonos gubernamentales y los objetivos secundarios de la emisión son factores por el lado de la oferta que determinan el monto total y la distribución entre los distintos plazos de los valores del banco central. La cantidad de liquidez excesiva a mayor plazo en el sistema determina en parte el monto objetivo de la emisión. Sin embargo, como se comentó en la sección 3, el monto de la emisión de valores del banco central y su perfil de vencimientos debería formar parte de un plan coordinado de la emisión total de valores soberanos y establecerse de tal forma que pueda servir a otros objetivos de la emisión.

Por el lado de la demanda, las condiciones del mercado de bonos deben evaluarse antes de planear la emisión. El volumen de la emisión a un vencimiento dado pudiera ajustarse para dar cabida a cambios en la demanda. Por ejemplo, un fortalecimiento del mercado y un mayor flujo de capital podrían generar más demanda de valores en general y, al contrario, las expectativas de una reducción gradual de la expansión cuantitativa en otros países pudieran disminuirla.²³ Asimismo, diferentes inversionistas suelen demandar diferentes productos. Por ejemplo, los bancos comerciales por lo general comprarían valores de más corto plazo o de tasa flotante, mientras que los fondos de pensiones y las aseguradoras tenderían a invertir en bonos de plazo más largo.

²³ La estabilidad financiera también pudiera ser un factor a considerar en el plan de emisiones. Por ejemplo, la emisión de valores del banco central pudiera estimular más entradas de capital extranjero, lo que ocasionaría más intervenciones en el mercado de cambios que, a su vez, llevarían a una mayor necesidad de absorber el superávit de liquidez a una tasa más elevada y estimularían los capitales golondrinos (un círculo vicioso).

Anuncio de la subasta

Una vez que se han decidido el volumen y los vencimientos, el banco central debería anunciar el calendario de subastas. Esto puede hacerse con frecuencia y grado de detalle variables. Aunque puede haber incertidumbre respecto a la precisión de las proyecciones de liquidez y las condiciones del mercado, las fechas anunciadas de subasta facilitan la planeación de los participantes del mercado. Un plan amplio de emisiones (dentro de cierto rango) que abarcara todo el año siguiente podría anunciarse antes del cierre del año en curso. Por otro lado, el volumen exacto (o un rango más estrecho) de la subasta podría anunciarse mensualmente o poco antes de la fecha de la subasta (por lo menos un día antes) para dar cabida a las condiciones cambiantes del mercado. Para mantener la credibilidad, el volumen subastado mensualmente por lo general tiene que ser una cifra dentro del rango anunciado. Si hubiera grandes diferencias, el banco central podría considerar emitir un comunicado para explicar los cambios al programa.²⁴

Si las fechas programadas para las subastas son congruentes con el rescate de los valores y se coordinan bien con el gobierno, podrían disipar presiones sobre el sistema de pagos y no complicar la gestión de la liquidez a los participantes en la subasta. En general, si se planean las emisiones periódicas de valores, los bancos centrales pudieran planear la fecha de liquidación para que coincidiera con la fecha del rescate de valores de tipo similar. De esta manera, disminuiría la presión sobre el sistema de pagos. Esto claramente significa que las subastas programadas deberían planearse en coordinación con los planes del gobierno. De la organización y naturaleza de ambos productos dependerá que las subastas del gobierno y las del banco central ocurran el mismo día o no. Por ejemplo, si los bonos gubernamentales se subastan en ciertos días de la semana, digamos en lunes, el banco central podría abstenerse de

realizar sus subastas en lunes para no complicar la gestión de liquidez a los participantes en la subasta (sobre todo si los vencimientos de los bonos que van a subastar ambos emisores son bastante cercanos), dado que los participantes en una subasta no sabrán hasta concluida esta si resultaron adjudicados y, por lo tanto, cuáles podrían ser sus necesidades residuales de valores.²⁵ (Ver la gráfica 10 para conocer el proceso general de la emisión de valores del banco central).

4.3 LA SUBASTA

El precio de oferta mínimo aceptable debe decidirse discrecionalmente (con ciertas limitaciones) o con base en reglas. Si se opta por seguir reglas, se reciben posturas hasta que se hayan colocado todos los valores, sin importar qué nivel de tasa de interés se ofrezca. En otras palabras, “se deja hablar al mercado”. Otra opción es que el banco central aplique una discrecionalidad limitada ape­gándose a directrices internas (o posiblemente publicadas), ya que de no haberlas, imperaría la incertidumbre en el mercado y la volatilidad en el precio de los valores.

Los bancos centrales pueden adjudicar valores a discreción con el fin de eliminar los elementos atípicos. Tal vez predomina la incertidumbre en las condiciones del mercado y el resultado de la subasta podría no ser el esperado/proyectado. Por estas razones resulta útil que los bancos centrales mantengan la discrecionalidad en la asignación de valores. Cuando las posturas son pocas (la demanda de bonos es insuficiente), si la oferta tiene una cola muy larga (el diferencial entre el precio de oferta mínimo aceptable y el promedio ponderado del precio aceptado) y hay elementos atípicos evidentes,²⁶ los bancos centrales pudieran decidir

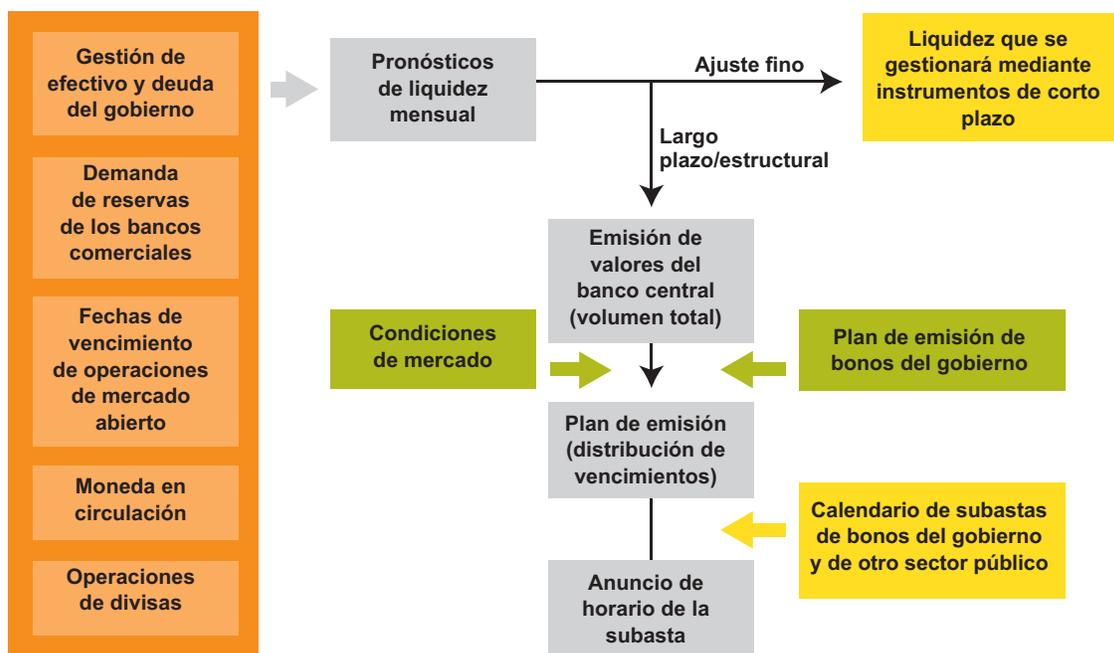
²⁴ Ver el Anexo 3 para un ejemplo del programa anual de emisiones.

²⁵ Por ejemplo, si los resultados de la subasta de bonos gubernamentales no se conocieran hasta transcurrido el tiempo límite de presentar ofertas por los bonos del banco central, los participantes pudieran no estar seguros de cuánta liquidez tenían disponible.

²⁶ Por ejemplo, las posturas que se desvían del promedio en

Gráfica 10

PROCESO DE EMISIÓN DE VALORES DEL BANCO CENTRAL



asignar menos valores del banco central para evitar una distorsión en la curva de rendimientos. Cuando las posturas son muchas, los bancos centrales pudieran aplicar un mecanismo de sobreasignación si se reúnen ciertas condiciones (como un coeficiente de sobredemanda elevado o un rango reducido de rendimientos mínimos-máximos, etcétera).²⁷

La definición de qué constituye un elemento atípico debería basarse en reglas en la medida de lo posible. Al definirlo *a priori* (por ejemplo, las posturas que se desvían del precio de mercado actual o de la mayoría de las otras posturas en un porcentaje equis), la toma de decisiones es más sencilla. Una mayor previsibilidad favorece el desarrollo del mercado. Los elementos atípicos en una subasta de valores pudieran ser posturas que

ofrecen una tasa de interés demasiado baja (el precio de la oferta es muy alto, aunque es improbable que esto sea un problema inmediato) o demasiado alta (el precio de la oferta es demasiado bajo). Un barómetro de los precios del mercado (que se consideraría antes de rechazar cualquier elemento atípico) podría ser la tasa promedio ponderada de las ofertas por encima del punto mínimo aceptable. Una postura, por ejemplo, que se desviara en equis porcentaje de tal promedio ponderado, podría ser rechazada como elemento atípico. Cuando el precio del mercado es razonablemente certero y, por ende, la curva de la demanda es razonablemente plana, debería ser improbable que alguna postura fuera rechazada.

La discrecionalidad no debería usarse para influir en las tasas de mercado de largo plazo. De lo contrario, se correría el riesgo de perder contenido informativo y distorsionar las posturas futuras de los participantes. Como ya se señaló, las razones

más de X_{pb} , donde X depende de la estructura de ese mercado particular que será determinada por el banco central.

²⁷ El banco central podría indicar una *sobreasignación* máxima, por ejemplo, 20% de la cantidad ofrecida.

para emitir valores del banco central deberían ser gestionar las condiciones de liquidez con el fin de influir en la tasa de corto plazo o drenar el superávit estructural a una tasa de mercado. En general, los bancos centrales deberían abstenerse de influir en las tasas de largo plazo a menos que hubiera anomalías en el mercado o que quisieran hacerlo así conforme a un programa de expansión monetaria. Cualquier decisión de eliminar los elementos atípicos o cualquier sobreasignación debería realizarse de tal manera que no afectara las tasas de mercado subyacentes. Las directrices respecto al uso de tal discrecionalidad podrían comunicarse al mercado para ayudar a reducir incertidumbres. Hacerlo así ayudará a lograr un equilibrio entre la obtención de contenido informativo del mercado y la prevención de la volatilidad en las tasas.

En general, los resultados de las subastas deberían anunciarse entre media hora y una hora después de la subasta, con el fin de dar suficiente tiempo al mercado para tener acceso al mercado secundario o realizar operaciones de ajuste fino. Aunque pudiera tomar tiempo finalizar una subasta, sobre todo si se ejerce la discrecionalidad, el banco central debería anunciar los resultados con bastante rapidez. Esto permitiría a los participantes del mercado —y sobre todo a los no adjudicados— encontrar otros canales de inversión, ya sea en el mercado secundario de bonos o mediante otras operaciones de ajuste fino. En cualquier caso, la actividad del mercado probablemente será nula hasta que se anuncien los resultados de la subasta, por lo que podría ser perjudicial mantener a los mercados en suspenso durante demasiado tiempo.

Los resultados de las subastas deberían anunciarse conjuntamente con otros datos usuales. Después de la subasta, se debería informar directamente a cada participante del mercado si resultó adjudicado. En contraste, el anuncio público de los resultados de la subasta —a la vez que se informa a los adjudicados— debería remitir a cifras agregadas, incluido el número de posturas, el número de posturas asignadas, el coeficiente de sobredemanda y el precio de oferta mínimo aceptable. Publicar

el precio promedio ponderado de las posturas adjudicadas resulta muy útil para el mercado, dado que la diferencia entre este promedio ponderado y el precio de oferta mínimo aceptable es un buen indicio del diferencial de precios ofertados y, por lo tanto, de la pendiente de la curva de demanda.

4.4. LA EVALUACIÓN POSTERIOR A LA SUBASTA

El banco central debería utilizar los resultados de la subasta como un barómetro de las condiciones del mercado que puede ayudarle a planear la siguiente ronda de emisiones. El volumen de la oferta, el coeficiente de sobredemanda y las tasas son indicadores de las condiciones del mercado primario que a su vez tienen efectos colaterales en el mercado secundario y, por lo tanto, en la curva de rendimientos. Esta información también ayuda al banco central a ajustar su estrategia y tácticas a las condiciones del mercado.

El análisis de los resultados de la subasta debería hacerse como parte de un marco general de regulación de la liquidez, en el que los valores del banco central son sólo una de muchas herramientas para administrarla. Aunque las preferencias por los distintos instrumentos pueden variar, las posturas que superan las expectativas o se quedan muy cortas pudieran reflejar imprecisiones al proyectar la liquidez, perturbaciones en las condiciones del mercado o las condiciones de liquidez en general. Si se intentan entender las causas subyacentes, el plan general para regular la liquidez podría mejorarse y, en consecuencia, mejorar también la manera como se administra la liquidez.

5. CONCLUSIÓN

Los valores del banco central se emiten principalmente para absorber la liquidez excesiva, aunque también para complementar otras herramientas de corto plazo basadas en el mercado que sirven para regular la liquidez. Los receptores de grandes entradas de capital, como ciertos países en Asia y en América Latina, suelen ser emisores más probables de valores del banco central porque necesitan esterilizar la liquidez excesiva y porque pueden hacerlo gracias al suficiente grado de desarrollo de sus mercados. Los valores del banco central se utilizan en la mayoría de los países como complemento de otras herramientas basadas en el mercado que regulan la liquidez, como los reportos y los canjes de divisas, aunque tienen a sustituir el uso del encaje legal o los valores gubernamentales.

La encuesta del ISIMP también apunta a que los países cuyo objetivo es la inflación son más proclives a emitir valores del banco central, en comparación con los países de bajo ingreso. Los bancos centrales cuyo objetivo es la inflación deberían regular activamente la liquidez para acercar las tasas de interés de corto plazo al objetivo de la política. Los valores del banco central pueden servir como eficaz herramienta de OMA para la consecución de este objetivo. Por otra parte, los altos costos administrativos o la falta de una infraestructura de mercado propicia podrían obstaculizar la emisión de valores del banco central en los países de bajo ingreso.

Aunque los detalles operativos de la emisión de valores del banco central difieren entre países, los vencimientos de los valores emitidos tienden a concentrarse en el segmento corto de la curva de rendimientos. Por supuesto hay excepciones, sobre todo cuando la liquidez excesiva es estructural y la oferta de bonos gubernamentales es insuficiente. Es importante que el plan de emisión de valores del banco central se coordine estrechamente con el del gobierno, con el fin de garantizar la coherencia y facilitar el buen funcionamiento y adecuado desarrollo del mercado local de bonos soberanos.

Este artículo también proporciona algunas directrices generales respecto a los cuatro elementos básicos de la emisión de valores del banco central. Las directrices abarcan varios pasos importantes: desde la etapa de planeación (que incluye, por ejemplo, la proyección de liquidez, la elección de las OMA como instrumento para regularla y la evaluación del mercado), el proceso de subasta (permitir o no la discrecionalidad –y cómo permitirla– en la asignación de posturas) y la evaluación una vez concluida la subasta. Con base en las experiencias internacionales, estos pasos proporcionan a los bancos centrales cierta orientación sobre las prácticas óptimas relacionadas con los aspectos operativos de la emisión de valores del banco central.

ANEXO 1

LISTA DE PAÍSES INCLUIDOS EN EL ISIMP (2013)

Albania	
Argelia	
Angola	
Arabia Saudita	
Argentina	
Armenia	
Australia	
Azerbaiyán	
Bahamas	
Bielorrusia	
Belice	
Bután	
Bolivia	
Bosnia y Herzegovina	
Botsuana	
Brasil	
Brunei Darussalam	
Bulgaria	
Burundi	
Camboya	
Canadá	
Caribe Oriental Banco Central	
Catar	
Chile	
China	
Colombia	
Comoros	
Costa Rica	
Croacia	
Dinamarca	
Ecuador	
Egipto	
Emiratos Árabes Unidos	
Estado Islámico de Afganistán	
Estados Unidos	
Etiopía	
Ex República Yugoslava de Macedonia	
Federación Rusa	
Filipinas	
	Fiyi
	Georgia
	Guatemala
	Guyana
	Honduras
	Hungría
	Islandia
	India
	Indonesia
	Irak
	Islas Salomón
	Israel
	Jamaica
	Japón
	Jordania
	Kazajistán
	Kenia
	Kosovo
	Kuwait
	Latvia
	Líbano
	Lesoto
	Liberia
	Lituania
	Madagascar
	Malawi
	Malasia
	Maldivas
	Mauritania
	Mauricio
	México
	Moldavia
	Mongolia
	Montenegro
	Marruecos
	Mozambique
	Myanmar

Namibia
Nepal
Nueva Zelandia
Nicaragua
Nigeria
Noruega
Omán
Paquistán
Paraguay
Perú
Polonia
Reino Unido
República Checa
República de Corea
República Democrática de Congo
República Dominicana
República Islámica de Irán
República de Serbia
República de Yemen
Rumania
Ruanda
Samoa Americana
Seychelles
Sierra Leona
Singapur
Sudáfrica
Sudán del Sur
Sri Lanka
Surinam
Suazilandia
Suecia
Suiza
Tanzania
Tailandia
Timor Oriental
Trinidad y Tobago
Túnez
Turquía
Uganda
Ucrania
Unión Monetaria de África Central
Uruguay
Uzbekistán
Vanuatu

Venezuela
Vietnam
Yibuti
Zambia
Zona del euro

ANEXO 2

EMISIÓN DE VALORES DEL BANCO CENTRAL - ESTUDIO DE LOS CASOS DE CHILE, COREA Y TAILANDIA²⁸

Los bancos centrales de Chile, Corea y Tailandia son los principales emisores de valores del banco central. En cada uno de estos casos, el monto de los valores del banco central y de los bonos en circulación superaba un 10% del PIB a mediados de 2014. Como resultado, estos bancos centrales se han convertido en grandes emisores de bonos soberanos junto con el gobierno.

Los tres casos comparten algunas características fundamentales. En esos países, los valores del banco central por lo general se utilizan como instrumento de más largo plazo para absorber la liquidez estructural excesiva, casi siempre proveniente de grandes incrementos en las reservas en moneda extranjera. La emisión a gran escala de valores del banco central permiten a dichos bancos centrales ofrecer una variedad de productos, lo que contribuye al desarrollo del mercado de bonos (sobre todo si la emisión de bonos gubernamentales está limitada por la disciplina presupuestal). Los casos estudiados también ponen de relieve el papel propiciatorio del desarrollo que desempeña tanto el gobierno como el banco central, y la necesidad de una coordinación estrecha entre ambos.

²⁸ Basado principalmente en información sobre manejo de pasivos del Banco Central de Chile (2012), Informe Anual del Banco Central de Chile (2013), Filardo *et. al.* 2012), Financial Markets in Korea (2013), Monetary Policy in Korea (2012), y sitios web del BOK y el BOT (www.bok.or.kr y www.bot.or.th) al mes de julio de 2014.

A. CHILE

El objetivo inicial de que en Chile se emitieran instrumentos de deuda del banco central fue financiar el rescate del sistema financiero y, posteriormente, esterilizar la acumulación de reservas. Cuando estalló la crisis de la banca en 1982-1983, el Banco Central de Chile (BCCh) emitió bonos para financiar el rescate del sistema financiero mediante el suministro de liquidez y la recapitalización de la banca. En esa época, el BCCh aún no gozaba de autonomía (esta se concretó a finales de los años ochenta) y actuaba en representación de la autoridad presupuestal. En la década de 1990, la finalidad de las emisiones cambió. Chile adoptó una zona objetivo para el tipo de cambio y la cuantiosa afluencia de capital extranjero suscitó una rápida acumulación de reservas en moneda extranjera que se esterilizó principalmente mediante la emisión de bonos. En 2011 ocurrió otro episodio de acumulación de reservas que de nuevo demandó un programa para emitir una gran cantidad de bonos.

El BCCh emite pagarés y bonos para atender los cambios estructurales en la base monetaria. Por su régimen de inflación objetivo, el BCCh administra los saldos de reservas para asegurarse de que la tasa interbancaria a 1 día sea casi igual a la tasa de política monetaria. El BCCh utiliza dos tipos de operaciones de mercado abierto: las de ajuste fino y las estructurales. Las operaciones de reporto y los depósitos se utilizan principalmente como OMA para ajuste fino, mientras que la emisión de bonos sirve para manejar los cambios de largo plazo (estructurales) en la base monetaria.

Se han emitido bonos con distintos vencimientos tanto en pesos como en UF (unidades financieras reajustables de acuerdo con la inflación). El BCCh emite pagarés descontables (PDBC) con vencimientos entre 28 y 360 días, bonos denominados en pesos (BCP) con vencimiento a 2, 5 y 10 años, y bonos denominados en UF (BCU) con vencimientos de 5, 10 y 20 años. La emisión de bonos denominados en UF es un legado de la inflación históricamente alta, que explica el predominio de la indexación.

La coordinación con el gobierno es crucial para el desarrollo del mercado de bonos. En los últimos decenios, la disciplina presupuestal ha reducido la necesidad de grandes emisiones de valores gubernamentales. Sin embargo, desde 2003, el gobierno ha estado emitiendo bonos nacionales regularmente, en paralelo con el banco central, con el fin de propiciar el desarrollo del mercado de bonos. Se han emitido dos tipos de bonos gubernamentales: los bonos denominados en pesos (BTP) y los bonos vinculados a la inflación (BTU). El objetivo primario de la emisión es construir la parte larga de la curva de rendimientos, coordinadamente con el banco central.

B. COREA

La primera emisión de bonos del banco central en Corea data de 1961. Los bonos de estabilización monetaria (MSB, los bonos del banco central) se emitieron a partir de noviembre de ese año como el primer instrumento para operaciones del mercado abierto. Fueron sucedidos por otros instrumentos para OMA: la compraventa de bonos del gobierno y de otras entidades del sector público a partir de 1969 y los reportos en 1977. La emisión regular de MSB inició en enero de 2003.

Actualmente, los MSB se utilizan como herramienta para ajustar la liquidez estructural. Conforme a su régimen de inflación objetivo, el Banco de Corea (BOK) utiliza las OMA para que la tasa interbancaria se mantenga en línea con la tasa base que fija el Comité de Política Monetaria (MPC). Se emplean OMA como instrumentos tanto de corto plazo como de largo plazo. El BOK se sirve de las operaciones de reporto y de un depósito a plazo (la cuenta de estabilización monetaria, MSA) como los principales instrumentos de liquidez a corto plazo, mientras que los MSB sirven como herramienta para ajustar la liquidez a largo plazo.

Se emiten bonos de descuento y con cupón en distintos vencimientos mediante dos tipos diferentes de subasta; el MPC fija un techo a la emisión. El rango de vencimiento de los bonos de descuento

puede ser muy amplio, desde 14 días hasta dos años, mientras que los bonos con cupón se emiten a 1 año, 1.5 años y 2 años. El MPC decide el techo de la emisión cada trimestre. La oferta pública de MSB se realiza mediante subastas competitivas o por el método de suscripción. En la subasta competitiva, los MSB se asignan de acuerdo con la tasa ofertada, utilizando un método de tasa única. Sólo los MSB a 91 días, 182 días, 1 año y 2 años se emiten regularmente mediante subastas competitivas. El método de suscripción, que emplea una tasa de interés fija, se aplica a la emisión fungible de los MSB a 1 y 2 años.

Con el fin de aumentar la liquidez en el mercado secundario, el BOK introdujo un mecanismo de recompra de MSB. Dos veces cada mes impar, el banco central recompra los MSB a 2 años con 3, 5, 7 y 9 meses para el vencimiento. Junto con la emisión fungible, esto ha ayudado a incrementar la liquidez en el mercado secundario.

C. TAILANDIA

Desde 2003, el Banco de Tailandia (BOT) ha emitido regularmente bonos propios como parte de una serie de instrumentos de OMA. En consonancia con el régimen de inflación objetivo iniciado en 2000, el BOT ha utilizado una serie de instrumentos de OMA para regular la liquidez con el fin de alinear la tasa de mercado con su tasa de política monetaria, la cual es fijada por el MPC. Los cuatro tipos principales de OMA son la emisión de bonos del BOT, las operaciones de reporto bilateral, los canjes de divisas y la compraventa de instrumentos de deuda.

La acumulación de reservas internacionales en los últimos decenios, así como el apoyo a los mercados financieros heredado de finales de los años noventa, ha requerido una herramienta para regular la liquidez a más largo plazo. Aunque el BOT puede echar mano de varios instrumentos, la masa creciente de liquidez excesiva debido a la acumulación de reservas internacionales hacía necesario un instrumento de absorción de liquidez de más largo plazo. La emisión de bonos del BOT, dado lo

anterior, ha ido cobrando cada vez más importancia por la flexibilidad y el rango de sus vencimientos.

El BOT emite bonos de distinto tipo y con un amplio rango de vencimientos. Los bonos de descuento se emiten con plazos de 15 días, 3 meses, 6 meses y 1 año. Los bonos con cupón fijo se emiten con vencimientos de 2 y 3 años. También se está emitiendo un bono a tasa flotante, indexado a la BIBOR de 3 meses, con vencimiento a 3 años. Los bonos de corto plazo, con un vencimiento de hasta 6 meses, se están subastando semanalmente, mientras que los bonos a 1 año se emiten mensualmente. Los bonos con cupón fijo a 2 y 3 años se emiten en meses alternos y el bono a tasa flotante se emite en los meses noventa. Los bonos del BOT se emiten mediante subastas competitivas y de precio múltiple, con una asignación no competitiva.

Para promover las operaciones en el mercado secundario y mejorar la liquidez, los bonos se reabren y recompran. El BOT reabre sus bonos de mayor plazo (a un año o más) con el fin de lograr una magnitud objetivo que estimule las operaciones en el mercado secundario y evite la fragmentación. Además, el BOT recompra bonos propios a mayor plazo con el fin de ayudar a incrementar la liquidez.

La coordinación estrecha entre el BOT y la oficina para administrar la deuda pública es fundamental para facilitar el desarrollo del mercado de bonos. El BOT evalúa las condiciones del mercado para determinar la cuantía de la emisión y la distribución de los vencimientos; también toma en cuenta la oferta de bonos gubernamentales. El gobierno, mediante la oficina para administrar la deuda pública, emite principalmente bonos a plazos más largos, entre 3 y 50 años.

ANEXO 3

EMISIONES DEL BANCO DE TAILANDIA PROGRAMADAS PARA 2014 (ANUNCIADAS EN DICIEMBRE DE 2013)

<i>Tipo de bono</i>	<i>Monto emitido por subasta (millones de baht)</i>	<i>Bonos en circulación por emisión (millones de baht)</i>	<i>Número de emisiones por año</i>
Bono de descuento			
Bono para gestión de efectivo	30,000-70,000	30,000-70,000	50-52
3 y 6 meses	25,000-40,000	25,000-40,000	50-52
1 año	25,000-45,000	75,000-135,000	4
Bono con cupón fijo			
2 y 3 años	20,000-40,000	60,000-120,000	2
Bono a tasa flotante			
3 años	8,000-15,000	96,000-138,000 (reapertura del BOT162A)	1

Fuente: BOT (www.bot.or.th).

ABREVIATURAS

BCCh	Banco Central de Chile
BCE	Banco Central Europeo
BCP	Chile: Bonos del Banco Central denominados en pesos
BCU	Chile: Bonos del Banco Central vinculados a la inflación
BIBOR	Tasa Ofrecida Interbancaria de Bangkok
BNM	Banco Nacional de Malasia
BNP	Banco Nacional de Polonia
BOE	Banco de Inglaterra
BOK	Banco de Corea
BOT	Banco de Tailandia
BTP	Chile: Bonos del gobierno denominados en pesos
BTU	Chile: Bonos del gobierno vinculados a la inflación
CFM	Crisis financiera mundial
EC	Expansión cuantitativa
FMI	Fondo Monetario Internacional

HKMA	Autoridad Monetaria de Hong Kong
ISIMP	Sistema de Información para Instrumentos de Política Monetaria
MCM	Departamento de Mercados Monetarios y de Capitales, FMI
MPC	Comité de Política Monetaria
MSA	Cuenta de estabilización monetaria, Corea
MSB	Bonos de estabilización monetaria, Banco de Corea
OMA	Operaciones de mercado abierto
PDBC	Chile: Pagarés descontables del BCCh
PIB	Producto interno bruto
RBI	Banco de la Reserva de India
UF	Unidad de cuenta ajustada a la inflación, Chile

BIBLIOGRAFÍA

- Banco de Corea (2012), *Monetary Policy in Korea*.
- Banco de Corea (2013), *Financial Markets in Korea*.
- Banco de Tailandia (2012), *Monetary Policy Instruments*, Sitio web del Banco de Tailandia (www.bot.or.th).
- Banco Central de Chile (2012), *Liability Management of the Banco Central de Chile*.
- Banco Central de Chile (2013), *Annual Report 2013*.
- Filardo A., M. Mohanty y R. Moreno (2012), "Central bank and government debt management: issues for monetary policy", *BIS Papers No. 67*, Banco de Pagos Internacionales.
- FMI y Banco Mundial (2001), *Developing Government Bond Markets: A Handbook*, Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/ Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional.
- FMI (2005), *Financial Sector Assessment: A Handbook*, Fondo Monetario Internacional.
- FMI (2013), *Unconventional Monetary Policies – Recent Experience and Prospects*, abril 18. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813a.pdf>.
- FMI (2014a), "Emerging Market Volatility: Lessons from the Taper Tantrum", Nota para discusión del personal del FMI, septiembre de 2014.
- FMI (2014b), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, Fondo Monetario Internacional. (AREAER).
- Gray S., P. Karam, V. Meeyam y M. Stubbe (2013), *Monetary Issues in the Middle East and North Africa Region: A Policy Implementation Handbook for Central Bankers*, Fondo Monetario Internacional.
- Nyawata, O. (2012), "Treasury bills and/or central bank bills for absorbing surplus liquidity: the main considerations", Documento de trabajo del FMI No. 12/40, Fondo Monetario Internacional.
- Quintyn, M. (1994), "Government Securities versus Central Bank Securities in Developing Open Market Operations – Evaluation and Need for Coordinating Arrangements", *FMI document de trabajo No. 94/62*, Fondo Monetario Internacional.
- Rule, G. (2011), "Issuing central bank securities", *CBCS Handbook no. 30*, Banco de Inglaterra.
- Standard Chartered Bank (2013), *Local Market Compendium 2014*.
- Turner, P. (2002), 'Bond markets in emerging economies: an overview of policy issues', *BIS Papers No. 11*, Bank for International Settlements.