

# ENSAYOS

## El mercado minorista para la deuda pública

Robin McConnachie

# 64

---

Primera edición, 1998

Derechos exclusivos en español reservados conforme a la ley

© Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1998

Durango n<sup>o</sup> 54, México, D. F. 06'700

Prohibida su venta

Impreso y hecho en México

*Printed and made in Mexico*

## RESUMEN\*

Los gobiernos pueden tener interés en desarrollar un mercado minorista para la deuda pública por varias razones: por ejemplo, con objeto de ampliar la base de inversionistas para el financiamiento del sector público, o bien a fin de alentar el hábito del ahorro entre la población, o más comúnmente para estimular el desarrollo de instrumentos y mercados financieros.

Existen dos vías principales para dicho financiamiento minorista. Una es vender a los inversionistas minoristas aquellos valores negociables que compran predominantemente los inversionistas mayoristas. La otra es idear valores no negociables dirigidos específicamente a individuos y familias y posiblemente limitados a ellos.

Este Manual analiza la forma en la que las necesidades de los inversionistas minoristas pueden diferir de las de los inversionistas mayoristas, y los atributos particulares que por lo tanto pueden asignarse a los instrumentos minoristas o a los procedimientos para la inversión minorista, a fin de atraer al pequeño inversionista. Se examina la logística de la venta de valores a un número potencialmente amplio de pequeños inversionistas. También se analizan brevemente las cuestiones de tributación, mercadotecnia y regulación. Se recurre a la experiencia de diferentes países, principalmente la del Reino Unido, pero también se alude a algunas de los países de Europa Central y Oriental.

**\* El autor desea agradecer a Patrick Hickman-Robertson, del Departamento para el Ahorro Nacional, a Paul Mills de la Tesorería de su majestad, y a colegas del Banco de Inglaterra, por sus valiosos comentarios a borradores anteriores. Sin embargo, los puntos de vista que se expresan no son necesariamente los de cualquiera de estas instituciones y cualquiera de estas instituciones y cualquier error que persista corresponde al autor.**



## **1. ¿Por qué desarrollar un mercado minorista?**

En muchos países el gobierno dedica atención especial a los inversionistas individuales para financiar su necesidad de crédito. Esto se menciona comúnmente como financiamiento mediante el mercado minorista, en oposición al mercado mayorista, en el que los compradores de los valores del gobierno tienden a ser entidades corporativas, tales como bancos y casas de bolsa (ya sea por cuenta propia o por la de sus clientes/inversionistas), compañías de seguros, fondos de pensiones, sociedades de inversión y empresas comerciales. En algunos países puede percibirse al gobierno como el único prestatario libre del riesgo de crédito, en cuyo caso las tenencias directas de la deuda pública por inversionistas individuales pueden participar con una proporción bastante alta de las tenencias totales de valores del gobierno. Cualquiera que sea su magnitud proporcional, es probable que mantener y desarrollar este mercado particular sea de cierta importancia para el Ministerio de Finanzas y el banco central.'

Quizás existan cuatro razones principales por las cuales las autoridades en muchos países desarrollados y en desarrollo se interesan en el tema del mercado minorista para la deuda pública.

- El conjunto de ahorros individuales puede ser potencialmente profundo y amplio, pero relativamente subexplotado. Este Manual no aborda la macroeconomía de la relación o proporción de ahorro, pero está claro que si el gobierno tiene éxito en atraer el ahorro de la población en un grado significativo, puede ampliar sustancialmente su base de financiamiento y por lo tanto abaratar significativamente el costo del aprovisionamiento de fondos. Ciertamente, en algunos países puede argumentarse que el mercado de ahorro minorista puede actuar como un freno necesario contra el abuso posible de una posición dominante por un grupo pequeño de instituciones en los mercados mayoristas, en particu-

**1 A modo de ilustración, en el Reino Unido aproximadamente un cuarto de la deuda pública total en libras, vigente a fines de 1996, correspondía a las tenencias directas de valores negociables por personas físicas o sus tenencias de los instrumentos especiales no negociables vendidos por el Instituto Nacional del Ahorro.**

lar donde estos mercados todavía son poco activos y las autoridades se preocupan, de que, en ausencia de competencia suficiente, los rendimientos se eleven artificialmente en su contra.

• El financiamiento del déficit del sector público mediante las ventas a los inversionistas individuales puede, en determinadas circunstancias, apoyar la política monetaria reduciendo la base de los depósitos de los bancos comerciales; el inversionista individual típico puede pagar por sus valores del gobierno disponiendo de sus fondos depositados en un banco comercial, y así contraer la oferta monetaria.<sup>7</sup> Desde luego, la venta de títulos y otros valores del gobierno a los bancos también restringe su capacidad de préstamo hasta el punto de que los valores sustituyen exactamente al préstamo, pero ciertos valores, en particular los que los bancos pueden comprar o aceptar como garantía en las operaciones del mercado de dinero, pueden servir de base para las expansiones subsiguientes de los balances de los bancos.

• Suele existir el objetivo complementario para alentar de manera más general el desarrollo de los mercados financieros. En economías en desarrollo o transición un mercado minorista de deuda pública puede provechosamente sentar la base para desarrollar los mercados de bonos corporativos, acciones, privatizaciones y similares, donde se espera que los inversionistas individuales desempeñen un papel importante.

• Los gobiernos en general ven tanto de interés propio como nacional, promover ampliamente el hábito del ahorro en la población. Muchos países comprenden de manera creciente que no se pueden sostener las pensiones estatales con régimen de pago con cargo a los ingresos corrientes, y están planeando remplazarlas con una mezcla de esquemas de pensiones consolidadas privadamente y provisiones individuales; esto último, al menos, podría significar un papel creciente para los inversionistas individuales en la compra de valores del gobierno. Esta atención a la virtud del ahorro tiene una larga historia y se encuentra particularmente en algunos países desarrollados; se deriva no sólo de un deseo de alentar el ahorro privado, sino también del interés pragmático de elevar la conciencia de la necesidad del ahorro del país, por ejem-

<sup>7</sup> Por ejemplo, las autoridades búlgaras citaron específicamente los objetivos de política monetaria como una de las razones principales para desarrollar su mercado de ahorro minorista interno.

plo en época de guerra.' Aunque en las condiciones presentes los argumentos de este tipo son menos poderosos de lo que una vez lo fueron en todo Europa, pueden sobrevivir elementos de tales actitudes y en algunos casos guiar provechosamente los acuerdos prácticos para los mercados de ahorro. Nótese, si embargo, que un gobierno también deberá abordar la cuestión de la suficiencia de los ahorros a través de sus políticas macroeconómicas.

El interés de los gobiernos en promover el ahorro individual se extenderá a menudo al involucramiento práctico tanto en el comportamiento de los mercados como en el diseño de los valores. Este interés puede surgir de una preocupación altruista por el pequeño inversionista, para que no sea explotado por el agente de bolsa que vende los valores del gobierno o, más comúnmente, de un reconocimiento autointeresado de que esta clase de temores puede inhibir por completo al pequeño inversionista para entrar a este mercado o limitar su apetencia de reinversión si algo sale mal. La preocupación puede ser por razones psicológicas así como sustantivas: por ejemplo, puede ser prudente proveer al pequeño inversionista de un certificado oficial que demuestre la propiedad de sus valores, en lugar de tan sólo un asiento en el registro del agente vendedor.

## **2. Requisitos de los inversionistas minoristas**

Los inversores minoristas tienen varios requisitos en su favor que pueden ser diferentes o más exigentes que los que requieren los inversionistas mayoristas. Por ejemplo:

- *Transparencia.* El inversionista minorista desea una explicación clara y simple de lo que está comprando, en particular con respecto al precio, el rendimiento, las normas para el pago de intereses, el reembolso anticipado si fuera necesario, el reembolso del capital al vencimiento, etcétera. Es una buena práctica tener disponible un folleto completo que se entregue a solicitud, así como una

<sup>3</sup> El autor recuerda mucho haberse resistido a la presión moral de su maestro de primaria en el periodo de reconstrucción de posguerra, en los años cincuenta, para gastar parte del dinero limitado que traía en el bolsillo en comprar los llamados "timbres del ahorro nacional", que el maestro desprendía y pegaba en una libreta de ahorros, que otorgaba premios por un buen historial de contribuciones: esa práctica ha sido común también en otros países en diversas épocas.

versión abreviada de los términos y condiciones principales para entregar a cada inversionista.

- Si los términos y condiciones son un tanto inusuales, por ejemplo si el valor está vinculado totalmente o en parte al desempeño de un índice de precios minoristas, se debe aclarar con detalle al inversionista los cálculos que se usan y explicarle las circunstancias en las que dichos bonos pueden ofrecer un rendimiento mejor o peor que un valor del gobierno de interés fijo. De esta manera el inversionista puede formarse una opinión sobre si debe o no invertir.

- *Confianza.* Las autoridades emisoras deben asegurarse de cumplir cabalmente y sin demora todas sus obligaciones con relación a los valores, en particular los acuerdos para los pagos de intereses y el reembolso del principal, incluyendo los derechos, cuando se ejerzan, al reembolso anticipado. Alguna falla en este sentido, por cualquier razón, tendría un efecto adverso en la confianza del público inversionista, el cual podría reducir considerablemente su apetencia futura por los valores del gobierno, lo que conduciría a una alza de los costos de financiamiento para el gobierno.

El inversionista también puede sentir el temor de que, si utiliza un corredor de bolsa para comprar (o vender) el valor, el agente lo pueda engañar. El inversionista querrá confiar en que obtendrá un precio justo en la reventa, ya sea que lo venda nuevamente al emisor o en el mercado, y estar seguro de que cualesquiera derechos o comisiones serán razonables.

- *Facilidad y costo de la transacción.* El inversionista minorista exige un sistema simple y de costo módico; son de particular importancia aquellos costos que pueden cargársele directamente a él, dado que pueden ser elevados en forma desproporcionada cuando se negocian volúmenes pequeños.

- *Aversión al riesgo.* El inversionista minorista generalmente tendrá más renuencia al riesgo que el inversionista mayorista y puede sentirse atraído particularmente por inversiones que excluyan la posibilidad de una pérdida nominal -como se describe más adelante en la Sección 5.

Puede ser que el inversionista minorista individual no siempre esté interesado solo en comprar o vender al mejor precio posible, sino que normalmente atribuya cierta importancia al grado de simplicidad y comodidad del proceso y de los costos totales de la transacción. De igual manera, puede ser que sólo los inversionistas individuales

más sofisticados se sientan tranquilos con sistemas de registro avanzados donde no hay evidencia física del título. Por lo menos en algunos países, los inversionistas minoristas pueden exigir, o estar ya acostumbrados a tener, la seguridad de un papel, sea un documento legal que confiere la propiedad del valor o algún tipo de certificado que evidencie la transacción. Si el inversionista individual desea la seguridad de un papel, entonces las autoridades emisoras tendrán que idear un mecanismo que lo provea de eso, aun a costo extra para ellas. (Puede ofrecerse un descuento si el inversionista prescinde de esta constancia en papel y acepta que sus valores están en depósito con un agente de bolsa registrado o en algún depósito central.)

### **3. Algunas cuestiones básicas**

Existen varias cuestiones básicas que las autoridades necesitan abordar cuando consideran su acceso a los mercados minoristas y cómo hacerlo.

#### *Instrumentos negociables y no negociables*

Las autoridades pueden seleccionar cualquiera, o ambas, de las opciones siguientes:

- esforzarse por vender a los inversionistas minoristas los valores negociables que hasta ahora han sido comprados sólo o principalmente por inversionistas mayoristas, o modificar o adaptar estos instrumentos para satisfacer mejor los gustos de los inversionistas minoristas;
- introducir nuevos tipos de obligaciones del gobierno, habitualmente no negociables, dirigidos exclusivamente a los inversionistas minoristas.

#### costo

La obtención de recursos del sector minorista es relativamente cara en términos de administración. Resulta más barato vender en volumen (mayoreo) que en varios lotes más pequeños. Es probable que los costos sean mayores cuanto mayor sea la dispersión geográfica de los clientes potenciales. Hay que emplear gran cantidad de personal, ya sea directamente por el gobierno o por un agente de ventas designado; de cualquier forma el gobierno tendría que

pagar esos costos. Puede incurrirse en costos adicionales por tener que adaptar instrumentos existentes o diseñar nuevos instrumentos para este mercado, teniendo presente que el tipo de instrumentos que atrae a los inversionistas minoristas y mayoristas respectivamente, puede diferir de forma significativa.

La mayoría de los países desarrollados son comprensiblemente reservados en cuanto a revelar el verdadero costo de servir al pequeño inversionista. Existe una relación de compensación entre, por un lado la ampliación del mercado mediante la incorporación de los inversionistas minoristas, quienes pueden ser menos sensibles a los precios y los réditos que los inversionistas mayoristas, lo que reduce el costo de los intereses, a cambio de costos administrativos más elevados; y, por otro lado, el financiamiento de todo a través del mercado mayorista (habitualmente tanto de inversionistas extranjeros como nacionales), lo que posiblemente implicará un interés total más elevado pero ahorrará en los otros costos. Sin embargo, puede ser difícil hacer cálculos comparativos con precisión. Algunos gobiernos pueden considerar que vale la pena mantener un mecanismo de financiamiento minorista como una especie de competidor para el mercado mayorista, lo que estimularía a este último a funcionar con eficiencia. En el Reino Unido, a despecho de la proporción significativa del nuevo financiamiento a través de los instrumentos especializados para el pequeño inversionista (15% al año en promedio), se da el caso de que en años normales sería posible financiar el total del déficit del sector público mediante valores del gobierno negociables (de los cuales sólo alrededor del 5% están en poder directamente de inversionistas individuales).

Para las economías con menos complejidad financiera, y donde las instituciones y los mercados financieros están menos desarrollados, probablemente deberá darse la prioridad a la ampliación del mercado. Por lo tanto no es fortuito que varias economías en transición (por ejemplo, Hungría, Bulgaria y Polonia) hayan seguido este camino o estén por hacerlo. En algunos casos esto ha sido parte de una estrategia para ampliar el mercado interno antes de abrir el mercado a los inversionistas no residentes -una acción que puede recomendarse sobre la base de bajar los costos de interés, pero que presenta otros varios problemas políticos y económicos, por ejemplo con relación al manejo del tipo de cambio y la posible volatilidad de los flujos de capital externos.

La cuestión de la organización está estrechamente relacionada con el costo. La venta al inversionista particular puede ser una operación complicada y que consume mucho tiempo, así como una operación costosa. Cualesquiera errores o fallas en los acuerdos prácticos pueden causar una pérdida desproporcionada de confianza en la autoridad emisora. Es posible que se necesite una gran cantidad de personal de oficina para llevar a cabo las operaciones detalladas que se asocian con un gran número de pequeños inversionistas. El Ministerio de Finanzas o el banco central pueden no tener ni la capacidad ni la inclinación para encargarse de la tarea, en especial si el objetivo no es el de vender en los centros principales de población, sino más extensivamente. Por esta razón, se puede establecer un órgano aparte -como por ejemplo the National Savings Agency (Instituto Nacional de Ahorro) en el Reino Unido, que emplea 4 700 personas; y a su vez, utiliza como unas 19 000 oficinas postales por todo el país.

Por lo tanto, en muchos mercados emergentes ha sido común que el Ministerio de Finanzas o el banco central seleccionen un agente de ventas con una red de distribución ya establecida tal como la oficina postal, un banco de ahorro nacional, o aun los bancos comerciales. La eficiencia relativa de estas opciones se analiza más adelante, en la Sección 6. Aún así, las autoridades no se pueden despojar de su responsabilidad por la política para la selección de los productos que han de venderse o por la eficiencia de los procedimientos y acuerdos prácticos. Es probable que el público no se demore en quejarse con el emisor final si los agentes fallan en sus obligaciones.

A la luz de estas consideraciones, es comprensible que muchas economías de mercado emergentes comiencen por vender valores del gobierno negociables en el mercado mayorista a instituciones financieras existentes, tales como bancos, fondos de pensiones, etc., y sólo en la segunda etapa de desarrollo de los mercados consideren cortejar al inversionista minorista. La compensación, por un lado, entre un mercado más amplio con un interés total más bajo, y por otro lado, los costos administrativos adicionales es algo que las autoridades deben evaluar en sus respectivas circunstancias.

### *Competencia con otros instrumentos*

Si la promoción del mercado minorista en valores públicos se

acompaña de exoneraciones fiscales temporales (véase la Sección 7 más adelante) o tipos especiales de productos ideados específicamente para los inversionistas individuales, puede acusarse al gobierno de competir deslealmente con otros productos, tales como sistemas de ahorros vendidos por los bancos comerciales o los bancos hipotecarios. Sin duda, el gobierno tiene el poder de desplazar a la competencia, si así decide hacerlo, (por ejemplo, ofreciendo incentivos que sólo él puede dar sin temor, tales como valores indexados a la inflación o privilegios impositivos) pero deberá mostrarse cuidadoso al ejercer tal poder monopólico. Un ejemplo particular ocurrió en el Reino Unido hace algunos años, cuando varias instituciones de ahorro e hipotecarias especializadas solicitaron al gobierno que detuviera la emisión de “bonos de capital” recientemente introducidos, alegando que estos eran tan atractivos que las instituciones del sector privado no podían competir con ellos en forma alguna. Dichas cuestiones son tanto políticas como económicas; debería ser posible que los dos mercados (el sector oficial y el privado) coexistieran, ofreciendo una serie de productos minoristas; la competencia siempre es un tema delicado, pero que no debe ignorarse.

Por lo que respecta a los bonos corporativos, generalmente se afirma que la ampliación del mercado de los valores del gobierno, incluyendo aquellos dirigidos a los pequeños inversionistas minoristas, impulsa a la infraestructura del mercado mediante el desarrollo de productos paralelos. Sólo cuando las necesidades de préstamo del gobierno se vuelven tan grandes en términos macro, que desplazan la demanda del sector privado, se puede hacer patente un conflicto de intereses.

#### **4. La venta de la deuda negociable al inversionista minorista**

Las autoridades buscan vender valores negociables a los inversionistas minoristas, necesitarán tomar en cuenta las posibles preferencias de éstos. Por ejemplo:

- La experiencia sugiere que, en particular bajo condiciones de inflación baja y estable, los inversionistas individuales tienden a preferir los tipos de valores más simples -por ejemplo, un bono de tasa de interés fija, en lugar de un pagaré de tasa flotante, siendo habitualmente el último el más atractivo para los inversionistas profesionales o mayoristas. Un bono de tasa fija ofrece la certeza

de ingreso nominal que puede atraer al inversionista contrario al riesgo, al que desea un ingreso garantizado o a uno que pueda ser sujeto de un cierto grado de ilusión monetaria.<sup>4</sup>

• Cuando la inflación es alta y/o volátil, y particularmente cuando la perspectiva de la inflación es incierta, los inversionistas personales pueden tener una fuerte apetencia por un bono indexado a la inflación a fin de proteger el poder de compra de su capital, aún cuando sea en un periodo corto. Con eso asegurado, pueden contentarse con un rendimiento real relativamente bajo. Desde luego, el gobierno tiene posibilidades de ganar si logra llevar la tasa de inflación por debajo de las expectativas: en ese caso los bonos proporcionan un financiamiento para el gobierno relativamente barato. A la inversa, el gobierno paga más si la inflación excede las expectativas -situación a lo cual los inversionistas le atribuyen cierta probabilidad, cuando invierten. Un indicio de la demanda potencial de este tipo de instrumento, en los casos en que todavía no exista, podría obtenerse quizás mediante la investigación de mercado o el examen de la experiencia de otros países comparables, pero la verdadera apetencia sólo se hace evidente hasta que se emite.

• Los inversionistas personales pueden enfrentar tratamientos fiscales diferentes de los de la mayoría de los inversionistas mayoristas. Si los bonos del gobierno están total o parcialmente libres de impuestos, pueden disfrutar de una ventaja sobre inversiones competitivas, tales como los depósitos bancarios, en particular si el sistema impositivo es muy progresivo. Para el gobierno hay una compensación plena entre cualquier ahorro en el costo del interés del financiamiento, resultado de una mayor demanda total de valores públicos, y cualesquiera pérdidas de ingreso relacionadas, que surjan de los privilegios fiscales.

• Los inversionistas minoristas también pueden tener preferencias diferentes a las de los inversionistas mayoristas en relación al perfil de liquidez de su inversión y la división entre ingreso y ganancia de capital, en particular si el impuesto a la plusvalía del capital difiere del aplicado a los intereses. Las autoridades podrían idear incentivos para mantener a los inversionistas en los bonos el mayor tiempo posible. Sin embargo, en la práctica es improbable

<sup>4</sup> Para un examen más amplio de los tipos de instrumentos disponibles y de las ventajas/desventajas relativas de cada uno, véase *el Manual* n<sup>o</sup> 5 en esta serie -*La administración de la deuda pública - en especial la Sección 6.*

que los inversionistas minoristas sean homogéneos -habrá una gama de preferencias. Si los inversionistas minoristas tienen preferencias y prioridades que son sustancialmente distintas de aquellas de los inversionistas mayoristas, puede resultar una buena idea establecer instrumentos especiales exclusivamente para los inversionistas minoristas -un asunto que se trata en la próxima Sección- en lugar de distorsionar las características principales de los valores que se ofrecen al mercado como un todo. Nuevamente, la investigación de mercado puede ayudar a guiar la decisión de las autoridades.

- Los inversionistas minoristas pueden preferir o exigir procedimientos de venta diferentes a los de los mayoristas. Las ventas de valores destinadas al mercado mayorista, se hacen en general en grandes cantidades en subasta, a menudo periódicamente de acuerdo con un calendario que se publica. Por contraste, el inversionista personal puede estar impaciente por comprar los valores, inmediatamente después de haber tomado la decisión de invertir así sus ahorros. Por lo tanto, a menudo es preferible que haya mecanismos adecuados en el mercado primario, mediante los cuales los valores estén continuamente disponibles para los inversionistas minoristas.<sup>5</sup>

Por complejos y desarrollados que sean los acuerdos de custodia y registro para el gran inversionista al mayoreo, aún el inversionista minorista más pequeño puede querer contar con cierta evidencia de la posesión legal de sus valores. Es probable que se desaliente el uso de documentos al portador en los mercados internos de valores, basado en el argumento de la seguridad y la prevención de la evasión fiscal. En esta forma, las autoridades tendrán que establecer un registro central, operado por el banco central como agente fiscal del gobierno, por una cámara de compensación central, o aún por un banco comercial trabajando con un contrato. Los costos de proporcionar o hacer los acuerdos para dar estos servicios a un ejército de pequeños inversores tendrán que establecerse contra los posibles beneficios de ampliar el mercado. Resulta obviamente más barato si el inversionista está satis-

<sup>5</sup> De 1992 a 1994, Hungría destinó ciertos valores gubernamentales para los inversionistas familiares: estos estaban disponibles continuamente, y tenían ciertas características especiales, por ejemplo el vencimiento del bono y la oportunidad de los pagos de los intereses. En Alemania, la *Bundesobligationen* y la *Bundeszatzbriefe* han jugado un papel similar.

hecho con un simple asiento en los libros del encargado de los registros, como evidencia de la propiedad legal de los valores. Empero muchos pequeños inversionistas pueden no estar satisfechos con esto y requerirían algún tipo de certificado. Si las autoridades desean generar la confianza en este mercado, es en su beneficio asegurar que el sistema proporcione los documentos requeridos, si es necesario a un costo incrementado (u ofreciendo un descuento sobre las comisiones por transacciones, si el inversionista está de acuerdo en prescindir del certificado y confía en el sistema de asiento en libros del registrador).

La tarea de vender los valores del gobierno al menudeo y posteriormente dar servicio a sus tenedores es una tarea sustancial. Los ministerios o los bancos centrales pueden no ser necesariamente los cuerpos mejor equipados para emprender dicha tarea. En la Sección 6 más adelante, se analizan los posibles acuerdos para la distribución y mercadotecnia de los valores del gobierno.

### **5. Deuda no negociable: instrumentos especiales para el inversionista minorista**

Muchos inversionistas minoristas se interesan menos que los inversionistas mayoristas por algunas de las características que hacen de los valores del gobierno un instrumento muy atractivo para las grandes instituciones financieras. Desde luego que las personas físicas aún pueden requerir:

- seguridad de primera
- una tasa de interés razonablemente competitiva, y
- costos bajos de las transacciones.

Sin embargo, pueden no insistir en, o requerir:

- alta liquidez
- las mejores tasas de interés
- el mejor precio posible en el mercado secundario cuando venden, o
- la liquidación más rápida, el pago asegurado y facilidades de depositario.

Por consiguiente, en varios países se han ideado productos especiales para el inversionista minorista, 0 para categorías particulares de inversionista minorista. La característica esencial, distintiva de aquéllos, es que no son negociables; en eso no hay mercado secundario. Sin embargo, habitualmente puede venderse de vuelta al emisor en cualquier momento, aunque dicho reembolso anticipado puede involucrar cierta penalidad financiera modesta.<sup>6</sup>

Administrativamente, no es evidente que los instrumentos especiales de ahorro para las personas físicas tengan que ser administrados por un organismo oficial aparte.' Sin embargo, el gran volumen de trabajo involucrado en prestar servicios a los inversionistas minoristas como grupo, ya sea como compradores de valores negociables o de productos especiales, puede exigir cierto tipo de administración aparte o dedicada específicamente a ello. En el Apéndice hay una lista completa de los productos especiales vendidos en el Reino Unido por el Instituto Nacional de Ahorro. En los párrafos siguientes se hace un intento por identificar las distintas características que pueden volver particularmente atractivos los instrumentos para las categorías diferentes de inversionistas minoristas.

### *Plazo Fijo*

En promedio, los inversionistas individuales pueden no exigir liquidez en la misma proporción que otros inversionistas, y a menudo compran con el objetivo de retenerlo hasta el vencimiento. Las autoridades deben estimular dicha lealtad, y minimizar así cualquier necesidad imprevista de refinanciamiento, haciendo que el rendimiento tienda a obtenerse hacia el final del periodo de inversión -por ejemplo en el 4º y 5º años de un instrumento a cinco años. Además puede haber una penalización por conversión anticipada o por cancelación -como el no pagar interés en caso de rescisión del instrumento durante el primer año. Sin embargo, las

**6** Como un asunto legal, en la mayoría de los países tales instrumentos también pueden venderse por convenio privado, regalarse (que puede ser por una gratificación) o legarse por testamento o en intestado, con tal de que el nuevo dueño legal acuerde con las autoridades que los registren a su nombre. (Por lo tanto, entonces, "no comerciable" debería ser un término mejor para dichos instrumentos que "no negociable", aunque este último es el término que se usa comúnmente.)

**7** En el Reino Unido los instrumentos especiales los administra de hecho un organismo oficial aparte, el Instituto Nacional de Ahorro.

autoridades no deberán ser demasiado severas, tanto por razones sociales (un cambio repentino en las circunstancias personales del inversionista) como porque una penalización excesiva de los términos del reembolso anticipado desanimará para siempre a los inversionistas.

### *Apreciación del capital*

Algunos inversionistas particulares no buscan un ingreso regular de su inversión, sino que están satisfechos con que se acumule el interés y se pague al vencimiento, renunciando así efectivamente al ingreso en favor de la apreciación del capital. Las autoridades podrán querer explotar una preferencia colectiva de ese tipo, ideando los productos apropiados. En algunos casos esta preferencia puede asociarse a diferentes tratamientos fiscales del ingreso y la ganancia de capital. En el Reino Unido, uno de los productos más exitosos del Instituto Nacional de Ahorro ha sido el certificado de ahorro nacional a cinco años, no negociable, que está libre de impuestos, y sobre el que se acumula el interés a una tasa progresivamente más alta durante su vigencia, aunque no se paga interés mientras dura aquélla -sino que se va acumulando para el pago al vencimiento (o al cobro anticipado).

Este tipo de producto atraerá en particular ya sea a los inversionistas que no necesiten un ingreso periódico o a aquellos por cuya posición fiscal les resultan menos atractivos los instrumentos alternativos gravables. En el Reino Unido sólo la suma del capital inicial se reembolsa si la inversión se redime en el primer año; y existe un límite superior para las tenencias particulares (a manera, inter alia, de evitar que se aprovechen en demasía los privilegios fiscales).

### *Ingreso periódico*

En contraste, algunos inversionistas, quizás particularmente los más antiguos, desean un ingreso corriente y les atraerá un instrumento que pague intereses periódicamente, digamos cada mes. Por razones administrativas normalmente será necesario que el interés se acredite directamente a la cuenta bancaria del inversionista. Tales inversionistas pueden obtener satisfacción de la certidumbre continua del capital de su inversión, si bien sólo en términos nominales y casi con seguridad depreciándose en términos

reaies, y del flujo fijo regular del ingreso, pero nuevamente sólo en términos nominales.

Por otra parte, en el caso de la indexación (véase más adelante), la tasa de interés sobre estos instrumentos habitualmente se fija ex ante para el periodo completo, aunque en principio sería posible sostener una tasa flotante. La tasa de interés que se ofrece al momento de la compra puede, como en el Reino Unido, fijarse administrativamente y alterarse sólo de tiempo en tiempo, cuando las tasas comparables del mercado se hayan movido en una cantidad significativa; pero podrían determinarse sobre una base continuamente variable por referencia a una tasa de un valor o título definido en el mercado -aunque esto requeriría la existencia de un mercado de referencia razonablemente fuerte.

### *A prueba de inflación*

Con la certeza de lo real, por oposición a lo nominal, los valores pueden ofrecerse mediante la indexación del interés y el capital a la tasa de inflación. Quizás existan razones de política pública para que se quiera ofrecer a los ciudadanos instrumentos indexados (en el Reino Unido se incorporaron tales características primero en los valores para los fondos de pensiones y enseguida en los certificados de ahorro para los ancianos), y estos pueden resultar una forma más barata de financiamiento público que los instrumentos convencionales, si el gobierno ya no tiene que pagar una prima por riesgo para compensar la incertidumbre de la inflación o si la tasa de inflación es, dado el caso, más lenta de lo esperado por el público inversionista en conjunto.

### *Tributación*

Dependiendo de su situación fiscal individual, ciertos inversionistas pueden sentirse atraídos por instrumentos de ahorro especializados que estén exentos de toda forma de tributación, o que no involucren o requieran alguna negociación con las autoridades fiscales. El régimen de impuesto retenido es de importancia particular aquí. Muchos países en que rige el impuesto al ingreso por intereses, incluyendo el interés sobre los valores del gobierno, tienen reglas que exigen que quienes pagan intereses deduzcan este impuesto en el origen, para contrarrestar la evasión fiscal y para recaudar los ingresos más pronto de lo que podría ser factible de

otro modo. Los inversionistas que no son sujetos de impuesto (porque su ingreso total está por debajo del umbral relevante), pueden sin embargo sufrir deducción de impuestos en el origen, a menos que soliciten una exención especial; y si se deduce el impuesto sólo lo pueden reclamar a través de procedimientos burocráticos que involucran el llenado de formas y demora. En estas circunstancias una inversión puede no resultar atractiva en primer lugar. Por lo tanto, el gobierno puede escoger el diseño de ciertos productos que estén completamente libres de impuestos. Los instrumentos de ahorro para niños y pensionados pueden ser candidatos específicos.

### *Loterías y 'bonos premiados'*

En muchos países las autoridades se sienten tentadas a capitalizar el entusiasmo casi universal por el juego, introduciendo un elemento de lotería en los instrumentos públicos. Existen buenos argumentos de principio para evitar algunas de las formas más extremas de esto, una razón, y no la menor, es que su introducción en la práctica pudiera presentar incertidumbres más allá de la capacidad de los ministerios de finanzas o de sus agentes para resolverlas. Por ejemplo, hace algunos años en Rusia se ofrecían bonos del Estado que no pagaban interés o apreciación de capital pero ofrecían la oportunidad de ganar un automóvil -muy escasos entonces con largas listas de espera (oficiales). Desafortunadamente, cuando llegó el momento de dar los premios los automóviles no estaban disponibles. Cualquier falla de este tipo afectará sustancialmente la confianza en la habilidad de un gobierno para cumplir sus compromisos y tendrá un efecto desalentador en el mercado de los valores gubernamentales durante algún tiempo.

En 1956 el gobierno del Reino Unido introdujo un nuevo tipo de financiamiento llamado "bono premiado", que sobrevive a la fecha. La característica principal era que el inversionista jugaba con el elemento interés. El valor del capital, en esencia un bono perpetuo, está garantizado (en términos nominales) pero no se pagan intereses. En su lugar, la cantidad total de los pagos de interés conceptual, o sea, el que supuestamente le correspondería, se agrega y distribuye mensualmente al azar en forma de premios. Hay muchos premios pequeños (de manera que los inversionistas tienen una oportunidad modesta de ganar un premio pequeño) y unos pocos premios grandes (y los inversionistas tienen una

oportunidad muy pequeña de ganar un premio grande). El premio mayor está ahora en 1 millón de libras, con su publicidad correspondiente. Debido a la ley de los grandes números, los grandes inversionistas pueden conseguir algo como un ingreso mensual, ganando una serie de premios muy pequeños, siempre con la posibilidad de ganar asimismo el premio mayor. Estos bonos han sido muy exitosos, tanto realmente, que el gobierno ha estado pagando una tasa de interés conceptual más baja que la que debe otorgar a productos más convencionales.

El examen anterior de las diferentes características que podrían englobarse en instrumentos minoristas no es exhaustivo. En particular, si las autoridades tienen éxito al identificar grupos de demanda entre los inversionistas potenciales y establecer instrumentos para explotarlos, deberán ser capaces de vender tales instrumentos a un costo de interés más bajo del que tendría que otorgarse en el mercado principal para los valores del gobierno. No es fácil hacer una comparación de los costos totales de financiamiento, a través de varios canales, debido a los distintos costos administrativos, pero es importante intentar dicha comparación a fin **de** asegurarse que el financiamiento no esté costando de hecho mucho más de lo que parece ser el caso a primera vista. Habrá que incurrir necesariamente en parte de esos costos administrativos en la provisión de información, anuncios, etc., a los inversionistas, dado que una información completa, adecuada y comprensible ayudará a mantener la confianza a largo plazo entre los ciudadanos por este tipo de ahorros.

## **6. Venta y Distribución**

Cada país debe decidir, de acuerdo con sus propias circunstancias, las características del organismo encargado de la tarea de vender y distribuir al menudeo valores del gobierno negociables o instrumentos de ahorro especializados. En algunos mercados, ya debe existir una infraestructura que proporcione a los inversionistas al menudeo el acceso al mercado de los valores públicos (por ejemplo, utilizando los servicios de agentes de bolsas en subastas). Empero, dicho acuerdo puede no ser adecuado para el mercado más amplio de instrumentos minoristas. Por lo tanto puede necesitarse establecer un acuerdo de un organismo aparte.

Los requisitos principales de tal organismo son los siguientes:

habilidad para procesar un volumen elevado de operaciones de oficina (ya sea en forma manual o, más realísticamente, por medio de un sistema de cómputo);

- una estructura regional, suficiente como para proporcionar acceso razonable a toda la población (o casi a toda);<sup>8</sup>
- costos suficientemente bajos, que deberán satisfacer el gobierno o el inversionista, a fin de justificar la política que tiene como objetivo al inversionista.

Los siguientes organismos cumplir esas funciones.

• *Ministerio de Finanzas.* Esta opción retiene la operación firmemente bajo el control de las autoridades. Lo caro que resulte la opción dependerá hasta cierto grado de que la función central se ubique fuera de la ciudad capital, para reducir costos de personal. Sin embargo, en nuestros días existe una tendencia en algunos países (y no carece de fuerza en el Reino Unido) a quitarles a los ministerios el involucramiento directo en cualquier asunto que no sean las funciones de política central del gobierno. Con este argumento las actividades se contratarían por fuera con proveedores externos o se confiaran a una organización aparte (con base en representaciones o concesiones) responsable ante el Ministerio pero no manejada por éste.

• *Banco central.* Dependiendo de sus responsabilidades precisas, el banco central puede poseer la organización y aptitudes que exige la tarea, y además, disponer de una red de sucursales capaz de proporcionar al menos parte de la cobertura regional requerida. Sin embargo, es posible que no todos los países consideren la venta y procesamiento de los instrumentos de deuda pública como asuntos esenciales de banca central, y en ese caso el banco central

**8 En principio, puede ser posible operar un sistema de pedidos por correo, con anuncios y formas impresas en periódicos, pedidos hechos por correo o quizás por teléfono, y pagos realizados con cheques, tarjetas de crédito u otras formas de transferencia de dinero. Sin embargo, en la práctica puede que no sea posible involucrar más que a una proporción pequeña de ahorradores en esta forma, y los sistemas postal y de pagos pueden ser insuficientemente confiables. Hace poco tiempo se introdujo en el Reino Unido un sistema de ventas de ese tipo, con pedidos por correo y teléfono -dirigido a inversionistas personales más grandes e ideado para funcionar en paralelo con otros métodos, más que para remplazarlos; ha demostrado ser atractivo y eficaz en función de los costos. Algunos otros países (por ejemplo, Irlanda) también han experimentado con ventas directas por teléfono.**

ta: vez no quiera hacerse cargo de una función que podría desempeñar, el sector privado, con base en representaciones o concesiones, con la misma o más eficiencia.

- *Banco de ahorro estatal o banco postal.* En los países en que existen tales instituciones, es probable que tengan la ventaja de disponer de una red ampliamente extendida aunque, si se van a hacer cargo de un tipo comparativamente nuevo de actividad, haya que complementar o readiestrar al personal. Empero, puede surgir un problema si los productos que ofrece el gobierno estuvieran en competencia con los sistemas de ahorro promovidos directamente por estos mismos bancos, en particular si se paga al personal por el monto de las ventas logradas en cada producto, o se les pide que recomienden el mejor producto para invertir los ahorros.<sup>9</sup>

- *Oficinas postales.* Aquí se aplican argumentos similares. Es probable que la red sea aún más extensa. Una posibilidad es que las autoridades utilicen las oficinas postales sólo como puntos de distribución y manejen toda la administración centralmente (por ejemplo, en un organismo o departamento designado del banco central). En este caso la operación se mantiene bajo la regla de control central, lo que puede o no considerarse deseable.

- *Bancos comerciales.* Es posible solicitar ofertas a los bancos comerciales. Los términos pueden inducir a adquirir una cierta combinación para reducir costos y maximizar las ventas. Esta es la solución final de "mercado", aunque las autoridades necesitarían retener cierto control general, y se debería reconocer el conflicto de intereses que enfrentarían los bancos al comerciar tanto sus productos como los del gobierno. Cualquier deficiencia de los bancos (como ciertamente de cualquier agente designado) puede repercutir en la reputación del propio gobierno. Sin embargo, en algunos mercados en desarrollo, éste puede ser el medio más factible para lanzar el mercado minorista en el corto plazo. En Polonia, en 1992, el Ministerio de Finanzas utilizó con éxito un banco comercial importante, para vender bonos de uno y tres años a la población en general por primera vez.

**9 En el Reino Unido las instituciones financieras pueden o solamente vender sus propios productos o encargarse de ofrecer el mejor consejo en relación con todos los productos disponibles, pero no puede hacer ambas cosas; se pone en claro su papel ante los clientes y por lo tanto se evitan la confusión y los conflictos de intereses.**

• *Corredores o agentes de bolsa.* Es posible utilizar corredores, en particular si tienen, o puede alentar a desarrollar redes regionales. La Agencia Húngara para el Manejo de la Deuda ofreció beneficios a aquellos intermediarios primarios (esencialmente en el mercado mayorista) que quisieran manejar operaciones minoristas por lo menos en diez sitios en todo el país. Tal opción sería particularmente atractiva, si las autoridades quisieran ampliar la competencia y romper lo que podrían considerar como un dominio absoluto de los bancos al vender valores a la población, o si los bancos estuvieran renuentes de vender los productos del gobierno en competencia con los suyos propios. Sin embargo, es improbable que los costos de inicio de tal operación resulten atractivos para cualquiera que no sea una minoría relativamente pequeña de empresas de corretaje -pocos consideran que prestar servicio a pequeños clientes sea redituable en función de los costos. De manera realista, el servicio puede ser adecuado para un inversionista relativamente rico que no tiene acceso fácil a un corredor en la capital, pero no para la mayoría de pequeños inversionistas.

Probablemente sea factible cierta combinación de las opciones anteriores. Por ejemplo, el Ministerio podría controlar la política, el Correo promover y dirigir las ventas, y puede contratarse un banco comercial para llevar a cabo el procesamiento administrativo.

## **7. Tributación**

El tratamiento impositivo de las ganancias del interés y el capital derivadas de los valores públicos, incluyendo aquellos que poseen los inversionistas minoristas, varía de un país a otro. En esta sección sólo se abordan algunas cuestiones clave.

### *Impuesto a la renta*

¿Es correcto exentar a un inversionista del impuesto al ingreso de los valores del gobierno, ya sea como regla general o en circunstancias específicas? El gobierno está preocupado por minimizar el costo neto del financiamiento, y el inversionista por maximizar el rendimiento de la inversión después de impuestos. Puede argumentarse que, al menos en ciertas condiciones (por ejemplo, cuando los mercados son eficientes y los inversionistas homogéneos), los privilegios fiscales se reflejan exactamente en ajustes a

los rendimientos brutos, y por lo tanto no afectan el costo total de tomar prestado o la apetencia de los inversionistas. Sin embargo, se puede argumentar en contra de eso lo siguiente:

- Las exoneraciones fiscales temporales cuidadosamente construidas sobre tramos específicos de valores, pueden facultar al gobierno para aprovechar nichos en el mercado; esto podría bajar el costo de pedir prestado si los inversionistas en diferentes posiciones fiscales tienen diferente elasticidad de demanda para los valores públicos. El gobierno del Reino Unido siguió dicha estrategia en los años setenta y principios de los años ochenta, pero esto dejó un legado de un excesivo número demasiado grande de emisiones, cada una dirigida a un grupo diferente de inversionistas, y cada una con unos términos ligeramente diferentes, como resultado de lo cual se liquidaron algunas emisiones.

- Una exención de impuestos puede proporcionar un incentivo para invertir por razones psicológicas (al no tener que rembolsarle nada al gobierno independientemente del rendimiento neto) o porque no necesita hacerse declaración a las autoridades fiscales o solicitud de reembolso del impuesto retenido por aquellos que podrían calificar para ello; éste último puede ser un factor importante para los inversionistas individuales que no requiere habitualmente presentar declaraciones de impuestos. Por otra parte, si no se aprecia el mérito verdadero de la exención impositiva, los inversionistas considerarán el rendimiento anunciado demasiado bajo y estarán reacios a comprar dichos instrumentos.

### *Impuestos a las ganancias de capital*

Con una idea similar, <existe una justificación para gravar las ganancias de capital sobre los valores del gobierno en forma diferente (por ejemplo, mediante exenciones) a como se gravan los bonos empresariales o las acciones ordinarias? Es evidente que en algunos países se han exentado los valores del gobierno con la intención deliberada de elevar la demanda para ayudar al programa de financiamiento público. En estas circunstancias el acuerdo puede servir para reducir el costo neto total del servicio a una cantidad dada de deuda, pero al costo de sesgar la distribución del financiamiento en contra del sector privado y en favor del gobierno.

Sin embargo, si el gobierno decide usar la exención sobre las ganancias de capital, por medio de la emisión de bonos a precios

significativamente bajo par (los así llamados bonos "con fuerte descuento"), y correspondientemente con cupones más bajos, transformará cierto rendimiento del bono de ingreso gravable a ganancia de capital no gravable, en cuyo caso el costo neto total del servicio de la deuda puede ser mucho más elevado.

Entre las consideraciones que necesitan tomarse en cuenta al decidir el tratamiento impositivo de las ganancias de capital están:

- simetría de tratamiento: las pérdidas deberán beneficiarse de una reducción impositiva del mismo modo que se gravan las ganancias;
- se requiere decidir si se van a gravar las ganancias nominales o sólo las ganancias reales; cualquier beneficio a las ganancias nominales para que sólo reflejen inflación, suscita cuestiones más amplias acerca del tratamiento de la inflación en el sistema impositivo en su conjunto;
- la simetría en el tratamiento a los bonos del gobierno y los bonos emitidos por otras entidades (por ejemplo el sector privado o municipal).

En el Reino Unido, las ganancias de interés y de capital del sector corporativo sobre los valores del gobierno, ahora se suman para propósitos impositivos y se gravan como ingreso, con las pérdidas de capital se compensan contra las ganancias. Para los inversionistas individuales, el interés derivado de los valores públicos se grava como ingreso y las ganancias de capital están exentas del impuesto; las tenencias individuales de valores del gobierno sin cupones se gravan con base en el rendimiento total.

### *Cancelaciones fiscales para la inversión inicial*

Algunos países otorgan ciertas concesiones, en particular a los pequeños inversionistas, para que cancelen los costos de capital de ciertos ingresos, que de otra forma serían sujetos de impuesto. Esto puede crear un sesgo hacia la inversión en esos instrumentos particulares; el perjuicio es que puede no haber inversión adicional, sino simplemente una reorientación hacia el vehículo que goza de la preferencia fiscal. Nuevamente, tal medida necesita considerarse en el contexto global de la estructura fiscal. La reducción impositiva para los ahorros es favorecida por aquellos que, en un

contexto macroeconómico defienden que se grave el g a s t o sólo cuando éste se eroga, dando el estímulo correspondiente al ahorro. Pero a menos que este principio se aplique universalmente (y no hay países en que este sea el caso), se crean distorsiones entre los diferentes medios de ahorro.

### *Fondos de inversión*

Puede ser apropiado otorgar reducción fiscal a las ganancias de interés y capital que se acumulan en los fondos de inversión colectivos, si la distribución de los posibles beneficios en los fondos a los inversionistas finales está sujeta a tributación. Realmente, dicha reducción es necesaria si se va a evitar la doble tributación de las inversiones (primero en el fondo y luego en las manos de los inversionistas finales). De otra manera podría gravarse el ingreso de los fondos, si las distribuciones de los beneficios quedarán libres de impuestos, pero esto podría desalentar los cambios en el portafolio del fondo para optimizar su estrategia de inversión.

La retención del impuesto y la tributación de los inversionistas extranjeros

Desde el punto de vista de alentar la inversión en valores, cualquier retención de impuesto puede ser un impedimento. Sin embargo, el tratamiento fiscal de los inversionistas nacionales dependerá de una gama más amplia de asuntos de política y si, como resultado, está en operación un régimen de retención, se tendrá que encontrar un medio para exentar a los inversionistas extranjeros. El tratamiento preciso de los inversionistas extranjeros dependerá de que exista un acuerdo de doble tributación entre el país emisor y el país de residencia del inversionista. Donde se han establecido tales acuerdos, es habitual que los rendimientos sobre la inversión se paguen sin ninguna obligación fiscal en el país emisor. Si existe un sistema de deducción de impuestos en el origen (retención del impuesto), cualquier sistema de exención de los no residentes puede dar lugar a intentos de los residentes por evadir el impuesto haciéndose pasar por no residentes. A menudo tales exenciones pueden extenderse a los inversionistas mayoristas nacionales, incluyendo ciertos fondos colectivos, a fin de evitar el impuesto al ingreso o las ganancias más de una vez, pero también para estimular un mercado mayorista líquido.

## General

Al escoger el régimen fiscal las autoridades necesitan evaluar si el menor costo en términos de la tasa de interés pagada, compensa el menor rendimiento fiscal de las exenciones. La mayoría de los estudios de esta relación de compensación, en el mejor caso han quedado inconclusos. Otro factor que hay que tener en cuenta es la posible desviación de los ahorros en perjuicio de otros instrumentos y la distorsión resultante para la teóricamente eficiente asignación del financiamiento en la economía. Un Documento de Trabajo del Fondo Monetario Internacional” concluía, de un estudio de países de la OCDE, que no había una base económica para eximir del gravamen el interés sobre los bonos del gobierno, y que sólo por razones administrativas (donde era difícil integrar otras formas de ingresos de intereses a la red impositiva) podría haber una razón fundamental para la exención.

## 8. Otras cuestiones

### *Mercadotecnia y publicidad*

Al igual que cualquier otro producto, los valores del gobierno no se venden solos, y puede que las autoridades tengan que gastar tiempo y dinero en la promoción, en particular cuando el objetivo son los inversionistas minoristas.

• *Investigación de mercado.* Será en beneficio de las autoridades explorar la demanda probable de productos particulares de ahorro. Un estudio estadístico sólido será a menudo dinero bien empleado. A modo de ejemplo, resultaba claro en Polonia en 1992 que el inversionista individual deseaba, por sobre todo, protección a corto plazo contra la inflación, en particular la inflación acelerada. Muchos inversionistas habían ahorrado quizás dos tercios del precio de un bien durable o un automóvil de segunda mano y necesitaban unos pocos meses para acumular el saldo; si la inflación continuaba depreciando significativamente el valor de los ahorros existentes, la compra deseada siempre iba a estar fuera del alcance; al darse cuenta de esto, el individuo racional dejaría de aho-

**10El tratamiento fiscal de los bonos del gobierno** por John Norregaard. Marzo de 1997.WP/97/25.

rrar para gastar lo más rápido posible en lo que estuviera al alcance. De manera que las autoridades tomaron la decisión de introducir un bono público a un año totalmente indexado, el cual fue no sólo un instrumento popular por sí mismo (y, en su caso, eficaz en función de los costos del financiamiento para el gobierno, debido a que la tasa de inflación bajó posteriormente), sino que incrementó sustancialmente la confianza del público inversionista en el valor del gobierno, alentándolo a comprar otros productos del gobierno, incluyendo los valores de tasa de interés fija.

• *Publicidad.* Una vez que se ha tomado la decisión de cuáles bonos introducir, es esencial una cierta cantidad de publicidad. Esto puede involucrar algún medio para anunciarse en periódicos y revistas, carteleras, televisión y radio, campañas promocionales por empresas especialistas en relaciones públicas, o por los mismos agentes vendedores, u otros medios. Un ejemplo exitoso de mercadotecnia fue la decisión, en un país donde estaba faltando la confianza en el gobierno como emisor, de usar un símbolo nacional en lugar de un símbolo del gobierno, aún cuando eran los propios valores del gobierno los que se estaban vendiendo. Por otro lado, existen ejemplos de mercadotecnia pobremente preparados, como el de un anuncio elaborado por una agencia de publicidad extranjera, que muestra a una familia de todas las edades más el perro bajo el lema “los bonos del gobierno son buenos para toda la familia”, en que los modelos pertenecían visiblemente a un grupo étnico distinto, que despertaban recuerdos desagradables de la época de la guerra en algunos sectores de la población; y, en otro caso, una campaña publicitaria en la que los pósters mostraban a una pareja joven, de la mano, contra un paisaje de lagos y montañas, arriba del título “El futuro está en los jóvenes”, pero ya que el país en cuestión es plano principalmente, para la mayoría de la gente parecía una publicidad para favorecer la emigración en lugar de los bonos públicos.

### *Regulación y supervisión*

Al igual que con cualquier mercado, las autoridades querrán ejercer un grado de regulación o supervisión sobre el mercado de valores del gobierno. La cuestión de dónde debería ubicarse dicha responsabilidad para los mercados de valores en conjunto, está

fuera del alcance de este Manual,” pero el requisito de una supervisión efectiva es particularmente crítico en lo que respecta a los inversionistas al menudeo, dado que no se puede esperar que ellos, menos que nadie, comprendan los tecnicismos de los instrumentos financieros. Contra esto, debido a que el gobierno es el emisor, hay menos necesidad de procedimientos para advertir o resguardar contra el riesgo de crédito, de la que habría en el caso de otros tipos de inversión. Sin embargo, el fracaso de un intermediario para llevar a cabo operaciones con los instrumentos del gobierno de manera segura y eficiente para los inversionistas al menudeo, podría infligir un daño en la reputación del mercado de los valores del gobierno en conjunto, de manera que el gobierno se debe asegurar que todos los intermediarios relevantes sean sólidos y competentes. En muchos países dichos intermediarios están obligados a suscribirse a un esquema de seguro o protección del inversionista, para asegurar que los clientes estén protegidos, al menos hasta cierto grado, en el caso de incumplimiento de una empresa.

Cuando los intermediarios estén involucrados en la venta de instrumentos a los inversionistas al menudeo, le interesa al gobierno asegurar que los pequeños inversionistas sean tratados con honradez y que las comisiones y cargos sean razonables, tomando en cuenta el trabajo involucrado. Esto no significa necesariamente que el gobierno deberá controlar las tasas por comisión, pero sin embargo puede haber un argumento para sesgar la estructura de comisión, de manera que estos instrumentos resulten suficientemente atractivos para los pequeños inversionistas. También puede ser función de las autoridades asegurar que cualesquiera cargos impuestos por otros organismos oficiales o casi oficiales, tales como las comisiones de las bolsas de valores, no caigan en forma desproporcionada sobre el pequeño inversionista y que se refrenen los costos totales de regulación. No obstante, si los cargos en que incurren los pequeños inversionistas van a tener subsidios cruzados de los grandes inversionistas o de algún otro lugar dentro de la estructura regulatoria o de supervisión, es importante que este elemento de subsidio sea identificado y transparente, y que la provisión del subsidio se base en una decisión clara de política.

**II Se toca el tema en el Manual num 6, en el contexto particular de los intermediarios primarios en los valores del gobierno.**

## *inversionistas extranjeros*

Abrir el mercado de valores del gobierno en conjunto a los inversionistas extranjeros, es una cuestión que está más allá del alcance del presente Manual. Sin embargo, diremos brevemente que el consenso general es que las ventajas (competencia creciente y costos de interés más bajos resultantes para una cantidad dada de financiamiento) pesan más que cualesquiera desventajas ocasionadas por el temor de inestabilidad macroeconómica, si los flujos y las salidas de capital extranjero demuestran ser volátiles; en la práctica este tipo de inversión extranjera puede no ser más volátil que otros tipos.

Si se garantiza el acceso a los inversionistas extranjeros, entonces esto se aplicaría por igual tanto para los inversionistas minoristas como para los mayoristas, aunque la mecánica del mercado y, por ejemplo, los acuerdos fiscales, pueden volver dicha inversión relativamente más o menos atractiva para una u otra categoría.

La cuestión de las compras extranjeras de instrumentos minoristas especiales suscita temas más bien diferentes. Si los instrumentos incluyen privilegios fiscales que están diseñados especialmente para encajar en el sistema impositivo nacional, o si contienen algún elemento de subsidio u objetivo especial por razones sociales, o si su distribución está firmemente sujeta a una red nacional, entonces puede haber razones tanto políticas como prácticas para reservarlas exclusivamente a los residentes -o quizás a los nacionales del país (esto es, incluyendo nacionales que resultan ser residentes en el extranjero). Además, si se establecen restricciones para el acceso a instrumentos particulares (por ejemplo, para pensionados o para niños), o se imponen límites a un máximo de tenencias individuales, puede resultar práctico regular dichos acuerdos sólo si los inversionistas están registrados en el país. Por varias razones es común (y quizás aconsejable) restringir la disponibilidad de instrumentos minoristas especiales a compradores internos.

## **9. Conclusiones**

Una consideración principal para las autoridades es si al emitir valores públicos para el inversionista al menudeo puede disminuir

el costo del financiamiento del gobierno.\* Pero también querrán alentar el hábito del ahorro más extensamente entre la población, una estrategia que puede aportar beneficios a largo plazo. Un mercado más amplio deberá a priori abatir el costo del interés del financiamiento, pero queda la cuestión de si los costos totales, incluyendo los costos generales administrativos y tomando en cuenta los privilegios fiscales, resultan más bajos. Los inversionistas al menudeo pueden aceptar una tasa de rendimiento más baja que los inversionistas al mayoreo, debido a la seguridad, la certeza del capital, la falta de productos minoristas alternativos, la conveniencia del acceso, etcétera, que podrían compensar cualesquiera costos generales incrementados por las autoridades. Sin embargo, si los mercados mayoristas son muy competitivos, la posibilidad de afectarlos al hacer accesible el mercado minorista es reducido. El desarrollo de un mercado minorista de valores negociables también puede traer beneficios incidentales, tales como la aceleración del desarrollo de los mercados de capital en general.

Es difícil evaluar si el gobierno debería concentrarse primero en adaptar el mercado mayorista y los valores negociables que se comercian allí para el inversionista al menudeo o idear productos nuevos. En una economía de mercado en desarrollo el gobierno podría adoptar un enfoque de crecimiento, concentrándose primero en una serie de valores estándar, con diferentes vencimientos, que en principio podrían ser atractivos y estar disponibles para todos. En una segunda etapa, se podría introducir un número limitado de nuevos tipos de valores del gobierno (negociables) con características dirigidas a los inversionistas individuales. Posteriormente, se podrían lanzar productos no negociables específicos para inversionistas al menudeo. Empero para las economías que están en etapas relativamente tempranas de desarrollo financiero, los costos administrativos y ciertas complejidades, así como el carácter posiblemente limitado del fondo de ahorros familiares, podría hacer que no fuera ésta una opción eficaz en función de los costos. Las opciones necesitarían examinarse cuidadosamente.

**12 El informe anual del Instituto Nacional de Ahorro del Reino Unido para 1995-1996 registra que logró el objetivo de suministrar financiamiento por medio de instrumentos minoristas especializados a un costo (incluyendo los costos de administración) comparable con el costo de financiamiento mediante valores del gobierno negociables.**

Al idear valores para los inversionistas al menudeo el gobierno tiene dos ventajas potenciales sobre los otros emisores:

- *Valores indexados a la inflación.* En principio esto lo puede ofrecer cualquier emisor, pero en la práctica es común que sólo lo ofrezcan los gobiernos; los inversionistas al menudeo que tienen aversión a la incertidumbre de la inflación, pueden sentirse particularmente atraídos por los instrumentos indexados; también el gobierno se beneficia al abatir la tasa de inflación por encima de las expectativas del mercado;
- *Exención de impuestos.* Como se argumentó antes, esto puede proporcionar un estímulo significativo psicológico y administrativo a la inversión.

Sin embargo, en ambos casos el gobierno debe evaluar el efecto total sobre sus costos netos de financiamiento, al proveer características especiales o concesiones, ya que estas últimas pueden provocar distorsiones a los mercados financieros, tales como crear un sesgo en contra de las empresas comerciales e industriales.

Por lo que respecta a la venta y distribución de los valores escogidos, se han discutido una serie de opciones en la Sección 6. Las autoridades querrán evaluar los costos, la extensión de la red física o del medio de acceso alternativo para la población y cualquier conflicto de intereses que pudieran experimentar los agentes. Se recomienda a las autoridades desarrollar alguna forma de medir el desempeño de los agentes, más aún si disfrutaban de algún tipo de posición monopólica en el mercado. Es probable que los acuerdos óptimos para la venta y distribución varíen de un país a otro.

Por último, las autoridades necesitan decidir entre ellas dónde reside la responsabilidad para asuntos relacionados con los valores que se abarcan en este Manual. Si está involucrado más de un departamento o ministerio, debe haber una coordinación adecuada. Sin embargo, nuevamente, el acuerdo óptimo puede diferir de un país al otro.

APÉNDICE

Reino Unido: resumen de instrumentos de "Ahorro Nacional", abril de 1997

	<i>Certificados de ahorro indexados 1 0a. emisión</i>	<i>Certificados de ahorro 44a. emisión</i>	<i>Bonos de pi- mas para ni- ños emisión h</i>	<i>Bonos de pi- mera opción</i>	<i>Bonos de ca- pital series j</i>	<i>Bonos de pen- siona- dos series 3</i>	<i>ÇBonos de ingreso</i>	<i>Cuenta de in- versión</i>	<i>Cuenta ordi- naria</i>	<i>Bonos con pira</i>
Tasa de rendimiento	Indexación más 2.5% anual compuesto, si se conserva por 5 años	5.35% anual compuesto si se conserva por 5 años	6.75% anual compuesto sobre los primeros 5 años	Menos de £20,000 6.25% anual bruto garantizado a su primer aniversario; f 20,000+6.50 anual	6.65% anual bruto compuesto si se conservan por 5 años	7.0% anual bruto garantizado por los primeros 5 años	Menos de f25,000 6.0% anual bruto; £25,000+ 6.25% anual	Menos de f 500 4.75% anual bruto; f 500 + 5.25% anual; f25,000 + 5.5% anual	Tasa estándar 1.5% anual bruto; la tasa más alta es de 2.5% anual	El premio del fondo calculado a 4.75% anual sobre todos los bonos elegibles
Régimen fiscal	Libre de impuesto al ingreso en el Reino Unido en todas las tasas e impuesto a las ganancias de capital			Impuesto de 20% deducido en origen	Gravable pero sin deducir impuesto en el origen			Primeros f 70 (f 140 conjuntos) de interés anual libre de impuestos	Los premios son libres de impuestos	

(sigue)

## Reino Unido (concluye)

Características especiales	Tasa de interés garantizada más inflación	Cierto rendimiento pase lo que pase con otras tasas de interés	Ideal para regalar a los niños; no hay impuesto a los pasivos para los padres	Tasas fijas por 12 meses a la vez; las tasas adicionales se notifican anualmente	Cierto rendimiento pase lo que pase con las otras tasas de interés	Ingreso mensual regular con la garantía de no disminuir	Ingreso mensual regular	La libreta de depósitos registra todos los ingresos y egresos	La libreta de depósitos registra todos los ingresos y egresos	Premio mensual obtenido con probabilidad de 19.000 a 1, de un premio mayor de f 1,000.000
Compra mínima	f100	f100	f25	f 1,000	f 100	f 500	f 2,000 por la primera compra, luego f 1,000	f 20	f 10	f 100
Tenencia máxima	f 10,000 en cada emisión; no hay límite para reinversiones a partir de certificados de vencimiento		f 1,000	£250,000	f 250,000, se aplica a las tenencias totales de la Serie B en adelante	f 50,000, o f 100,000 conjuntamente	f 250,000	f 100,000	f 10,000	f 20,000

<b>Quién puede invertir</b>	<b>Individuos (también conjuntamente);fideicomisos; sociedades de beneficencia; clubes; cuerpos voluntarios</b>	<b>Cualquiera de más de 16; para individuos menores de 16</b>	<b>Individuos de más de 16 (o dos conjuntamente); fideicomisarios</b>	<b>Individuos (o dos conjuntamente) deicomisarios</b>	<b>Individuos de más de 60 años (0 dos conjuntamente); fideicomisarios ídem</b>	<b>Individuos(o dos conjuntamente); fideicomisarios</b>	<b>Individuos de más de 16 años; para los menores de 16, sus padres y abuelos</b>
<b>Aviso de reembolso</b>		<b>Un mes, excepto en cada 5<sup>º</sup> aniversario</b>			<b>Excepto en cada 5<sup>º</sup> aniversario -60 días sin intereses durante el periodo de aviso; 0 sin aviso con penalidad igual a intereses de 90 días</b>	<b>Tres meses, 0 sin aviso con penalidad de intereses de 90 días sobre la suma retirada</b>	<b>Un mes, 0 sin aviso con una penalidad igual a intereses de 30 días sobre la suma retirada</b>

# Índice

	<i>Pág.</i>
Resumen .....	1
1. ¿Por qué desarrollar un mercado minorista? .....	3
2. Requisitos de los inversionistas minoristas .....	5
3. Algunas cuestiones básicas .....	7
4. La venta de la deuda negociable al inversionista minorista .....	10
5. Deuda no negociable: instrumentos especiales para el inversionista minorista .....	13
6. Venta y distribución .....	18
7. Tributación .....	21
8. Otras cuestiones .....	25
9. Conclusiones .....	28
Apéndice .....	30

Este ensayo se terminó de imprimir en octubre de 1998 en los talleres de Editorial y Comunicación, Río Sena 41-202, México, D. F. 06500. Se tiraron 300 ejemplares.