

PN-ABP-658

17
000098

USAID/HONDURAS

83534

NEGOCIACION DE VALORES PUBLICOS

Informe sobre la Evaluación del Proyecto

Noviembre de 1992

BORRADOR - DRAFT

DRAFT

HONDURAS - NEGOCIACION DE VALORES PUBLICOS

Un Informe Sobre la Evolucion del Proyecto

Adolfo C. Diz

INTRODUCCION

De acuerdo con los terminos de referencia para esta mision, las tareas se centraron en la evaluacion del progreso realizado por las autoridades del Banco Central de Honduras en su proyecto destinado a poner en practica una politica organica de operaciones de mercado abierto como principal instrumento de politica monetaria, al par que coadyuvar al desarrollo de sendos mercados, primario y secundario, para la negociacion de titulos publicos, como una primera etapa hacia la consolidacion de un mercado de capitales. Especificamente, los mayores esfuerzos se centraron en el analisis y discusion de las nuevas ideas desarrolladas en el Banco Central en materia de subastas de titulos publicos y en la busqueda de algunas ideas que puedan contribuir a lograr una mejor coordinacion entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda y Credito Publico. De acuerdo con funcionarios superiores del Banco Central se entendio que el enfasis en aquellos aspectos instrumentales y estos aspectos institucionales, constituirian la mejor forma de lograr resultados concretos en el relativamente corto tiempo disponible.

Por la naturaleza del tema las tareas se realizaron principalmente en la sede del Banco Central, donde se conto con la valiosa asistencia de varios funcionarios de alta jerarquia, pero tambien se mantuvieron reuniones con funcionarios y directivos de varios bancos comerciales con el proposito de conocer sus opiniones e ideas sobre el tema. En la parte final de la visita a Tegucigalpa, y por especial pedido de las autoridades, se prepararon dos charlas sobre la materia; la primera, dedicada a representantes del sector privado, conto con la presencia de numerosas personas del sector bancario comercial, financieras, companias de seguro, corredores de bolsa, etc., y en ella se paso revista a los principales hechos recientes en los mercados emergentes de capitales en America Latina y a la naturaleza de las reformas a los diversos sistemas financieros de la region que se estan llevando a cabo en distintos paises. La segunda, destinada exclusivamente a representantes del sector publico, particularmente del Banco Central y del Ministerio de Hacienda, se dedico a las etapas de

desenvolvimiento de los mercados de capital y a la necesidad de incrementar la coordinacion interinstitucional para llevar adelante el proyecto de negociacion de valores del gobierno. Las tareas se realizaron en Tegucigalpa, entre los dias 23 de julio y 5 de agosto de 1992; el presente informe se redacta en Buenos aires, luego de concluir la mision.

EVALUACION DEL PROGRESO REALIZADO

Desde cierto punto de vista se podria concluir que el progreso realizado desde la ultima visita a Tegucigalpa en febrero de 1992 fue nulo, porque desde entonces el Banco Central no realizo ninguna subasta. Tal conclusion, sin embargo, no conduciria a una apreciacion cabal de las circunstancias de esos ultimos cinco meses por varias razones: La primera es que, como consecuencia de una mayor disciplina fiscal en materia de ingresos y gastos, el Ministerio de Hacienda no ha necesitado acudir al Banco Central para cubrir necesidades de financiamiento, al menos hasta el momento; ademas, se piensa que posiblemente tampoco necesite hacerlo durante el resto del ejercicio fiscal aunque, por el momento, ello no pueda afirmarse con certeza. La segunda, consecuencia de la primera, es que el Banco Central ante la expectativa de quedarse sin valores que le proveen una cierta rentabilidad (aunque reducida: 4 por ciento anual) para cubrir los gastos de su propio presupuesto, se muestra renuente a continuar con un ritmo de subastas que podria conducir, si no al agotamiento (porque, sin la posibilidad legal de venderlos con algun descuento con respecto a su valor par, no todos esos titulos son subastables en las condiciones actuales de tasas de interes), por lo menos a una reduccion peligrosa de su propio stock de tales valores. Esta preocupacion por la "rentabilidad" del banco se ve agudizada, ademas, por una disminucion significativa del caudal de ingresos de fuentes alternativas para la institucion, como son los intereses por operaciones de redescuento o por otras operaciones de financiamiento directo por parte del Banco Central, hoy fuertemente reducidas. Finalmente, la tercera, es que a pesar de esas perspectivas y temores, el Banco Central ha continuado adelante con su intencion de hacer de las operaciones de mercado abierto el instrumento principal de regulacion monetaria y ha continuado trabajando en un nuevo "Reglamento para la Colocacion de Titulos Valores del Estado mediante Subasta Publica". Dicho Reglamento, que ya ha estado circulando internamente para discusion y que eventualmente substituiria al que se ha venido utilizando en los ultimos anos, incorpora la mayor parte de los cambios sugeridos en el informe presentado luego de la visita del mes de febrero ultimo. Dada la importancia que tiene esta iniciativa para la prosecucion de las tareas emprendidas, la proxima seccion se dedica integramente a los comentarios que

merece el nuevo Reglamento y a ciertas sugerencias para darle mayor amplitud y aplicabilidad operativa.

COMENTARIOS Y SUGERENCIAS PARA EL NUEVO REGLAMENTO

El nuevo proyecto significa un avance significativo sobre el reglamento vigente hasta el presente. Como se dijo anteriormente incorpora numerosas sugerencias de las realizadas con anterioridad. Sin embargo, es susceptible de mejora; esa es la intencion de estos comentarios.

El proyecto es aplicable, en general, a las subastas de titulos gubernamentales "viejos" (o sea, emitidos con anterioridad y en poder del BCH), aunque contiene alguna referencia aislada a la emision de titulos por parte del propio BCH. No menciona la emision de titulos gubernamentales "nuevos" (emision primaria de bonos o letras de tesoreria al publico, a traves de las subastas del Banco Central). Tampoco la compra en subasta de todos esos titulos. Aqui se sugiere incluir todos esos casos y prever otras tecnicas posibles de colocacion, ademas de las subastas.

El nombre del Reglamento podria referirse a la "negociacion" y no solo a la "colocacion" de titulos valores "publicos" (o cualquier otra descripcion que incluya a los del BCH); se puede suprimir la referencia a las subastas o ampliarla a "mediante subasta publica u otros procedimientos". De cualquier modo, el grueso del Reglamento se dedicaria a las subastas y los otros procedimientos podrian aparecer en un parrafo final, o como aqui se mencionan en el articulo cuarto.

En el primer articulo podria incluirse "la compra-venta" o "negociacion" de titulos valores gubernamentales (TVG o cualquier otra denominacion que los incluya a todos) y hacerlos algo mas explicitos "o sea, bonos, letras, etc. del gobierno central o certificados de absorcion del BCH", mediante subastas publicas u otros procedimientos similares conducidos por el BCH.

En el segundo articulo se podria explicar que estas operaciones, segun sus variantes, pueden responder a la necesidad de financiar al Gobierno (mediante la emision y colocacion primaria de TVG); a la de refinanciar deuda a su vencimiento (idem); a la de reducir la deuda publica interna (mediante el rescate de los mismos); o a la de regular la liquidez de la economia (mediante la compra o venta por parte del BCH de TVG ya emitidos y la emision o rescate de certificados de absorcion del propio BCH).

En el articulo tercero se podria mencionar que el Directorio del BCH establecera los criterios basicos que guiaran la politica de operaciones de mercado abierto (presumiblemente

en la forma de metas cuantitativas trimestrales para la base monetaria y/o definiciones alternativas de dinero, como M1, M2, etc.). Luego, sobre la base de tales criterios, establecera las operaciones de compra o venta que sean necesarias durante el trimestre y coordinara con el Ministerio de Hacienda el calendario global que incorpore, ademas, las operaciones que puedan ser necesarias para cubrir posibles necesidades de financiamiento del gobierno. Un texto como el sugerido cubriria los articulos tres y doce del proyecto de Reglamento y evitaria la palabra "autorizacion" que no parece la mas adecuada.

En el articulo cuarto se podria decir que, de acuerdo con los criterios y lineamientos que surjan del articulo anterior, el BCH disenara su programa trimestral de subastas para la negociacion de TVG; que dichas subastas se realizaran por lo menos cada dos semanas, los dias miercoles o el primer dia habil subsiguiente a los mismos; y se suprimira toda referencia a la situacion de liquidez (ya contemplada en el articulo anterior) o a la disponibilidad de valores (si el programa monetario lo requiere y no hay titulos, hay que emitirlos). Se podria aclarar que entre subasta y subasta el Banco podria realizar operaciones de negociacion directa ("on tap") a precios o rendimientos relacionados con los resultados de la ultima subasta. Este procedimiento adicional podria ser util, por ejemplo, mientras se estime que las operaciones todavia no pueden hacerse con frecuencia semanal pero quiere dejarse una oportunidad adicional para estas negociaciones. Lo del precio o rendimiento "relacionado" con los resultados de la ultima subasta permiten dejar cierta flexibilidad al BHC para elegir, por ejemplo, entre el precio promedio o el precio de corte, segun varien las condiciones del mercado.

El articulo quinto podria referirse a la "negociacion". El sexto y septimo podrian unificarse: Unicamente los Bancos, Asociaciones de Ahorro y demas instituciones financieras sujetas al control y vigilancia del Banco Central, asi como los Puestos de Bolsa y otros "Agentes Autorizados" por el Directorio del Banco Central, podran.... quedando facultados para negociar....ambos. Estas condiciones pueden incluir una comision libremente pactada entre las partes o un precio o tasa de rendimiento diferente a la de la compra original.

En el octavo podria incluirse la referencia a la capacidad del Fondo de Valores para participar en estas negociaciones (sin mencionar el estimulo al ahorro o a la liquidez y estabilidad de los titulos) y la de los bancos para administrar fideicomisos (ultima parte del articulo decimo).

El noveno podria suprimir, en los renglones tercero y cuarto, la referencia "ademas de los bancos del sistema y los puestos de bolsa debidamente inscritos", porque si no

pareceria que no todos los bancos pueden participar, a menos que hayan sido declarados "Agentes Autorizados".

La primera parte del decimo podria decir que las instituciones alli mencionadas (en realidad, todos los participantes) podran comprar o vender en el mercado secundario (Bolsa, mercado interbancario, etc.) los valores adquiridos en las negociaciones hechas a traves del BCH. La referencia "mediante subasta" no corresponde a estas transacciones. El decimoprimeros es redundante a la luz de lo dicho en el sexto-septimo unificado.

El decimosegundo es ahora redundante a la luz del tercero, y la referencia a una tasa de descuento maxima deberia suprimirse. Lo mismo ocurre con los tres articulos siguientes. Los montos quedan definidos en el calendario trimestral acordado entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda; si fuera necesario, dicho calendario podria revisarse luego mensualmente. El descuento maximo, las bandas, etc., no tienen sentido hasta despues de la subasta, cuando se cuenta con toda la informacion que la misma ha suministrado.

En el decimosexto, la Comision de Cartera "dentro del calendario acordado entre el BCH y el Ministerio"...debera anunciar el monto especifico que se piensa negociar y las características de los TVG que se colocaran o rescataran en dicha oportunidad. El decimoseptimo podria incorporarse a este mismo articulo. Esta informacion deberia publicarse de inmediato.

El decimo-octavo y decimo-noveno se trasladan a unas horas despues de la negociacion, tomando en consideracion toda la informacion recibida.

El vigesimo queda superado por el decimosexto y decimoseptimo unificados. Ademas, cuatro dias corresponde al sabado anterior a la negociacion.

En el vigesimoprimeros podrian incluirse las sucursales del BCH, que luego transmitirian la informacion por fax u otro medio fidedigno a la casa central, al momento de abrirse las propuestas. Tambien deberia hacerse simetrico, para recibir ofertas de ventas. Ademas, deberia establecerse la posibilidad de ofrecer o solicitar precios distintos por las distintas partes en que decidieran abrir o distribuir sus propuestas de compra o venta.

En el vigesimosegundo el monto de mil lempiras pareceria demasiado pequeno. Tal vez cinco mil y multiples de mil podria ser mas apropiado.

En el vigesimoterceros las ofertas no competitivas ("ciegas") de compra o venta podrian limitarse a un cuarto o un tercio

del monto total de la negociacion anunciada, precisamente para que no ocurra lo que se preve en el ultimo parrafo. Aparte de ello la solucion alli propuesta no seria aceptable porque seria un precio hasta entonces totalmente oculto al publico, que podria ser considerado arbitrario. Si el monto de tales propuestas superase el limite establecido, todas ellas se reducirian proporcionalmente hasta ajustarse al mismo.

Los articulos vigesimocuarto y quinto podrian unificarse, haciendolo simetrico para compra y venta e incluyendo las sucursales del BCH.

En el articulo vigesimo sexto, luego de tabulada la informacion, se adoptara una decision con respecto al precio minimo o maximo de corte para la venta o compra de TVG. Si la Comision de Cartera no puede por si adoptar una decision, inmediatamente llevara su recomendacion a la persona o personas autorizadas para tomarla. Una vez adoptada esta decision se calculara el precio promedio para las ofertas "ciegas", las que se adjudicaran en su totalidad (dentro del limite mencionado anteriormente); luego de ello la comision procedera a la adjudicacion a los demas demandantes u oferentes partiendo del precio mayor o menor, segun corresponda, y procediendo en forma descendente o ascendente, hasta agotar la adjudicacion o alcanzar el respectivo precio de corte. En muchos casos puede ocurrir que ambos coincidan, porque el precio de corte se haya fijado en aquel nivel que agota el monto del ofrecimiento. Es sumamente importante que si estas operaciones adquieren volumen, el tabulado inicial, el promedio ponderado y todos los demas calculos se hagan mediante dos equipos de personas en forma totalmente independiente, para minimizar la probabilidad de error. Inclusive seria muy util pensar en organizar una base de datos para incorporar toda la informacion perteneciente a las distintas subastas de compra o de venta; la tarea podria comenzar con las subastas ya realizadas, para ir adquiriendo experiencia. La ultima frase del articulo debe quedar, haciendola simetrica.

El plazo para la publicacion de los resultados de la subasta y la comunicacion a cada participante de los valores adjudicados, deberia ser a mas tardar el dia siguiente al de la negociacion.

Los temas que trata el articulo trigesimo, deberian ser motivo de un acuerdo general y permanente entre el BCH y el MHCP (este tema se discute a continuacion).

LA COORDINACION INTERINSTITUCIONAL

Durante la realizacion de las tareas en Tegucigalpa y a traves de las conversaciones mantenidas con diversos

funcionarios y banqueros se llego a la conclusion de que, tal como lo mencionan los terminos de referencia, es probable que el tema de una mayor coordinacion interinstitucional, tenga una importancia decisiva como requisito indispensable para el desarrollo de las proximas etapas del proyecto. Dicha coordinacion se refiere a la que deberia existir entre el BCH y el MHCP, las dos instituciones publicas intimamente relacionadas con el tema de la negociacion de TVG. Lo anterior no significa que tal coordinacion no haya existido en el pasado, como lo prueba irrefutablemente el simple hecho de que el BCH haya podido hacer subastas de TVG durante los ultimos anos. De lo que se trata, en realidad, es que dicha coordinacion sea mucho mayor, mas fluida, casi perfecta, y que por ningun motivo alguna falla de comprension con respecto a lo que ella significa o a lo que ella podria lograr, se convierta en un escollo para el ejercicio de la politica monetaria a traves de operaciones de mercado abierto. Para ello se requiere tener una gran claridad con respecto a la division de las responsabilidades que la politica macroeconomica, a traves de su componente fiscal y de su componente monetario, asigna separada pero no independientemente a las dos instituciones involucradas, y la consiguiente necesidad de ejercer esas dos politicas en forma coordinada.

Es a la luz de esas consideraciones que luego de meditar sobre el tema se consulto a las autoridades del BCH sobre la posibilidad de presentar algunas ideas en esta materia ante una reunion conjunta de funcionarios de ambas instituciones, con el unico proposito de iniciar un dialogo que resulte, eventualmente, en una coordinacion interinstitucional plena. La idea fue aceptada y el tema se desarrollo con cierta amplitud en la segunda presentacion, hecha exclusivamente ante funcionarios de ambas instituciones. Se presentan a continuacion los elementos mas importantes de dicha propuesta que intentaria lograr, a traves de concesiones mutuas, la coincidencia de objetivos que requiere la coordinacion. Estas concesiones estan basadas, obviamente, en las peculiaridades especificas del caso hondureno y, en particular, sobre la forma en que hasta ahora se ha venido conduciendo el financiamiento al gobierno por parte del BCH.

Como primer paso, cuando en operaciones realizadas con finalidad monetaria el BCH necesita subastar ciertos TVG a precios con descuento, o sea por debajo de la par, el Banco aceptaria no debitar ese descuento a la Tesoreria como lo ha hecho hasta el presente, para todos los bonos emitidos hasta el presente. Si las condiciones del mercado fueran tales que los bonos pudiesen colocarse con prima sobre su valor par, el Banco tampoco acreditaria esa diferencia a la Tesoreria.

A partir del acuerdo, cuando por razones de financiamiento el gobierno necesite emitir nuevos bonos o letras de Tesoreria, lo hara directamente en el mercado a traves del

sistema de subastas del Banco, el que brindaria el servicio en forma gratuita. Si para lograr colocar las emisiones se requiere un descuento sobre el valor par, dicho descuento estaria a cargo de la Tesoreria y si se percibe una prima la misma seria a favor de la Tesoreria. En ningun caso el BCH compraria la emision en firme para luego revenderla; pero el BCH podria actuar en las subastas como un participante mas si asi lo deseara.

Con esa decision de la Tesoreria, el Banco podria ofrecer hacerse cargo de todos los descuentos futuros que fueran necesarios en operaciones propias realizadas con finalidad monetaria. Ello podria ser asi, porque los nuevos bonos al ser colocados directamente al publico, van a tener tasas de interes mucho mas cercanas a las del mercado y, en consecuencia, un valor mas cercano a su paridad.

Inclusive, en algun momento, el Banco podria ofrecer pagar a la Tesoreria una parte o la totalidad del diferencial que de otro modo esta ultima deberia tomar a su cargo al cambiar el tenedor del titulo (ocurre que un mismo titulo, en poder del BCH devenga 4 por ciento de interes anual, pero en poder del publico 10 o 12 por ciento anual). Si el Banco debiera hacerlo con sus propios certificados tendria que pagar el costo total.

Ambas instituciones se ponen de acuerdo para proponer y apoyar legislacion tendiente a corregir dos errores: a) eliminar la prohibicion que pesa sobre algunos titulos en circulacion en el sentido de que solo pueden venderse a la par, permitiendo que puedan ser vendidos con prima o descuento; y b) suprimir gradualmente la garantia automatica de recompra de que goza la mayoria de los TVG en circulacion, reduciendola inicialmente al 90 por ciento del valor nominal, como condicion absolutamente indispensable para que pueda desarrollarse un mercado secundario amplio.

En la medida en que las emisiones actualmente en circulacion venzan y deban ser renovadas, modificar gradualmente sus tasas de interes para que no requieran descuentos sobre la par en el momento de su venta. El 4 por ciento podria ajustarse al 6, 8, etc.

Como parte del acuerdo podria planearse una rebaja gradual del encaje a razon de un punto porcentual por mes, coincidente con una serie de tres subastas mensuales compensatorias (por un monto total de aproximadamente unos 120 millones de lempiras) a realizarse durante octubre, noviembre y diciembre. Como los bonos subastados no son de los que sirven para fines de encaje, la rebaja del mismo volveria bonos de encaje al BCH lo que le compensaria parte del costo anterior.

Mas adelante, cuando se modificase la ley del BCH se podria eliminar el Fondo de Valores, cuyos propositos serian mucho mejor cumplidos por el mercado secundario y la Bolsa de Valores. En esas circunstancias, las utilidades del BCH netas de amortizaciones y demas previsiones habituales podrian destinarse a la Tesoreria, la que a su vez deberia reponer las perdidas netas en que pudiera incurrir el BCH.

Se piensa que algunas de estas ideas, junto con otras que podrian sugerirse, podrian constituir elementos iniciales sobre los que podria comenzar el dialogo tendiente a fortalecer la coordinacion interinstitucional entre el BCH y el MHCP.

ALGUNOS TEMAS RELACIONADOS

Durante la visita se hicieron cuatro recomendaciones que se estima util dejar registradas:

La primera es una reiteracion de algo que ya se menciona en el informe de febrero, referido a la necesidad de que el BCH comience a recolectar informacion estadistica en materia de tasas de interes en el mercado monetario. Hasta donde se pudo constatar, la informacion que actualmente recibe el BCH no es adecuada. El ejercicio de una politica de operaciones de mercado abierto va a requerir que el BCH tenga una muy buena y oportuna informacion al respecto; y como organizarla, depurarla y comenzar a publicarla no es facil, seria muy util comenzar a hacerlo cuanto antes. La tarea no deberia ocupar el tiempo completo de mas de dos o tres personas.

La segunda tiene que ver con el articulo tercero del Reglamento para la negociacion de los TVG. El ejercicio de una politica de operaciones de mercado abierto requiere indispensablemente el desarrollo y la disponibilidad de criterios objetivos y cuantitativamente calibrados para ejercerla. Tales criterios no son faciles de desarrollar; requieren de pruebas y errores para elegirlos, para calibrarlos y para aprender a traducirlos en acciones concretas y cuantitativamente correctas. No se trata simplemente de saber si hay que comprar o vender bonos, aunque eso solo ya fuera saber bastante; sino de saber cuanto hay que comprar, cuando y en que condiciones o de saber cuanto hay que vender, cuando y en que otras condiciones. Tambien en esta materia seria muy util comenzar a desarrollar y probar esos criterios cuanto antes.

La tercera se refiere a la difusion de la operatoria de subastas y demas procedimientos de negociacion de TVG. La recomendacion sobre este tema es que cuando el nuevo Reglamento este finalmente redactado, acordado con el MHCP y aprobado por el Directorio del BCH, deberia hacerse una publicacion especial, con buena cantidad de ejemplos

ilustrativos, etc. y darle la mayor difusion posible en el sistema bancario y financiero, en la bolsa de valores, en organismos de seguridad social, otros posibles participantes y, a traves de medios de difusion, al publico en general, invitando en todos los casos a los comentarios y preguntas sobre el funcionamiento del sistema, para lograr la difusion mas util.

Finalmente, la cuarta, se refiere a la conveniencia de que el analisis del proyecto de Ley para Establecimientos Bancarios y Financieras se realice en forma conjunta o simultanea con un proyecto similar de reforma de la Ley del Banco Central. Lamentablemente, el escaso tiempo disponible no permitio analizar con la profundidad adecuada el primero de estos proyectos; pero una lectura menos profunda de este y de la Ley del BCH permite sugerir la idea de que la utilisima tarea legal ya realizada (que cierra evidentes vacios legislativos preexistentes y agrega nuevas figuras novedosas) deberia ser complementada con alguna otra tarea, igualmente minuciosa, dirigida a verificar que no subsistan vacios y algunas fallas o incoherencias tecnicas, de naturaleza monetaria o financiera, que todavia se advierten.

Buenos Aires, Agosto 22, 1992.