

Banco Central del Paraguay

Agosto, 2010

El Mercado de Dinero en Paraguay¹

Gustavo Cuevas²

¹ *Las ideas expresadas en este documento forman parte de un trabajo de Tesis en Políticas Públicas de responsabilidad del autor y no necesariamente representan la opinión del Banco Central de Paraguay.*

² Email: gcuevas@bcp.gov.py. El autor agradece los comentarios de Carlino Velazquez, Cesar Yunis, Angel Barreto, Holger Insfrán y Zulma Espinola.

1. Introducción. El mercado de Dinero como instrumento de transmisión de la Política Monetaria

En los últimos tiempos, se ha consensuado la idea de que la principal contribución que un Banco Central puede legar al desarrollo económico es mantener el poder adquisitivo de la moneda, y para ello es fundamental bregar por la estabilidad de precios de los bienes y servicios de la economía. Sin embargo, dado el hecho de que los bancos centrales no pueden fijar el comportamiento de los precios, instrumentos como el tipo de cambio y la tasa de interés constituyen fundamentos sobre los cuales un Banco Central puede influir.

En este sentido, el adecuado funcionamiento del mercado de dinero es el escenario ideal para que un Banco Central pueda implementar eficientemente la política monetaria. Por ello resulta imperioso contar con un mercado de dinero mayorista profundo, competitivo y eficiente, que permita administrar la liquidez de forma oportuna mediante la contracción e inyección de liquidez de corto plazo a los intermediarios financieros, logrando de esta forma potenciar la transmisión de la Tasa de Política Monetaria hacia el resto de la economía.

Al igual que el mercado de bonos, el mercado de dinero constituye una de las mejores herramientas para que un país diversifique su riesgo en cuanto a su deuda y crédito. El mercado de dinero es considerado el cimiento para el mercado de deuda y crédito, así como para otros mercados financieros. El desarrollo de mercado del mercado doméstico de bonos contribuye en gran parte a la profundización del sector financiero. De igual forma, contribuye a aislar al país de shocks externos de tipo financiero/macroeconómico, tal como el vivido recientemente a nivel mundial, o en otros casos, a resistir el “contagio” a sus economías.

A través del mercado de dinero, las instituciones financieras gestionan su liquidez, mediante las operaciones de préstamos de dinero/títulos entre ellas, y por ello, la fortaleza de las instituciones financieras será vital para el desarrollo del mercado de dinero en el Paraguay. En ausencia de contrapartes crediticias potables, las instituciones financieras harán sus transacciones directamente con el Banco Central del Paraguay, en lugar de utilizar únicamente el mercado interbancario. Por lo tanto, es necesario contar con un sistema por el cual se mida el riesgo crediticio de los participantes en el sistema financiero. Con este fin es necesario adecuar la normativa vigente, privilegiando la seguridad en la regulación.

Otro punto a tener en cuenta es la posición de un Banco Central frente al mercado de dinero, previendo adecuadamente la volatilidad y tamaño de los cambios en la oferta ex antes y demanda de base monetaria. Esto, debido a que las mencionadas variables determinan el tipo de instrumento y operaciones que se deberá utilizar con mayor frecuencia para poder lograr los objetivos de tasa de interés o de cantidad.

En este contexto, la oficina de Asistencia Técnica del Departamento del Tesoro de los EE.UU, a través de su Programa de Emisión y Gestión de Deuda Gubernamental,

realizó un diagnóstico acerca del mercado de dinero actual en Paraguay, el cual se comparte y se detalla en este documento.

El Banco Central implementa la política monetaria al afectar las tasas de interés en el mercado de dinero, principalmente a través de la rentabilidad en sus transacciones con entidades financieras. En la aplicación de su política monetaria, el Banco Central debe evaluar el impacto de sus acciones en la economía, por su dimensión global, los canales de transmisión y la sincronización de sus medidas. Tras la adopción de un esquema de Política Monetaria más orientada a la meta de inflación en forma oficial, esto cobra aún más relevancia.

Teniendo en cuenta estos antecedentes, esta investigación tiene como objetivo elaborar un primer análisis del mercado de dinero en el Paraguay, y sugerir estrategias básicas en el proceso de fortalecimiento del citado mercado para afianzar la política monetaria a nivel local. Para ello, la obra se divide en secciones. La primera describe un modelo básico de administración de liquidez, mientras que la segunda detalla brevemente un diagnóstico del mercado de dinero en el Paraguay. Seguidamente, se abarcan brevemente tópicos sobre la actualidad del mercado de dinero, los pre-requisitos para el desarrollo del Mercado de Dinero y las características del “mercado ciego” como estrategia básica para el Paraguay; y finalmente se concluye que es imperioso desarrollar el mercado dinero, para lo cual es necesario que el Banco Central del Paraguay se aboque al reordenamiento de su portafolio de deuda.

2. Un modelo básico para la estrategia de la administración de liquidez:

Como se señalara precedentemente, a fin de que la política monetaria de un Banco Central pueda afectar eficientemente, es necesario que el mismo administre eficientemente la liquidez del mercado. Es así que el estudio de la composición del balance del Banco Central, constituye el punto de partida en el análisis de la administración de liquidez (Bindseil-Seitz 2001). Con este propósito y a fin de facilitar el análisis se ha tomado como ejemplo el balance simplificado del Banco Central Europeo, como un ejemplo de fácil comprensión del manejo del mercado monetario. En la hoja simplificada del Balance se distinguen las siguientes cuentas principales:

Activos	Pasivos
<p>Factores de liquidez autónomos Activos externos netos</p> <p>Instrumentos de Política Monetaria</p> <ul style="list-style-type: none"> • Facilidad marginal de crédito (Flir) • Oper. principales de Financiación • Operaciones de financiación a plazo más largo 	<p>Factores de liquidez autónomos</p> <ul style="list-style-type: none"> • Billetes en Circulación • Depósitos de las Administraciones Públicas • Otros Factores Autónomos (neto) (Pagos de Salarios, Org. Int, etc) <p>Saldo en cuenta corrientes- Incluidas las reservas mínimas</p> <p>Instrumentos de Política Monetaria Facilidad de Depósitos</p>

- a- Los activos externos netos se componen del saldo de oro y activos en moneda extranjera menos los pasivos en moneda extranjera. Esta partida es una fuente de liquidez.
- b- Los Billetes y monedas en Circulación (M0), los Depósitos de las Administraciones Públicas y Otros factores autónomos (neto) representan la necesidad de reservas en el sistema bancario.
- c- Las operaciones principales de Financiación y las Operaciones de Financiación a más largo plazo son instrumentos de política monetaria efectuadas a través de operaciones de mercado abierto. El primero de ellos, desempeña el papel primordial para alcanzar los objetivos de control de tasa de interés, gestión de la situación de liquidez en el mercado y señalización de la orientación de la PM. Por su parte, las Operaciones de Financiación a plazo más largo son operaciones de financiación periódicas, normalmente con vencimiento a tres meses para proporcionar financiación adicional al sistema financiero. En general, estas operaciones no pretenden enviar señales al mercado.
- d- Las facilidades permanentes son, en contraste a las operaciones de mercado abierto, operaciones de PM que son conducidas por iniciativa de las contrapartes. La facilidad marginal de crédito posibilita a los bancos cubrir las necesidades de liquidez diaria de los bancos por encima del tipo de interés de mercado. Generalmente la única condición para el acceso a esta línea es el colateral exigido por el banco central. Por su parte, la facilidad de depósito permite a las contrapartes a colocar sus excedentes diarios en el banco central a un tipo de interés por debajo del mercado.
Los intereses de estas dos facilidades forman el techo y el piso de un corredor dentro del cual el tipo de interés de las operaciones principales de financiación es fijado y entre las cuales se mueve el tipo de interés del mercado.
- e- Las Cuentas Corrientes de los Bancos con el Banco Central puede ser considerada como una posición residual que equilibra el Balance. Todas las operaciones del Banco Central afectan finalmente a las cuentas corrientes de los Bancos.

Utilizando la identidad del Balance, la cuenta corriente puede ser determinada con una ecuación, que se podría interpretar también como la función de oferta de reservas de las contrapartes con el Banco Central. Para completar el modelo, la función de demanda de reservas debe ser incorporada. La demanda de reservas tiene dos componentes: reservas requeridas y reservas excedentarias.

$$CC = OMA + \text{Uso de FP} + FAL$$

Siendo:

CC : Cuenta Corriente

OMA: Operaciones de Mercado Abierto (Operaciones principales de Financiación y Operaciones de Financiación a plazo más largo)

FP : Facilidades permanentes

FAL : Factores Autónomos de Liquidez (expresados en forma de activo)

La lógica de la administración de liquidez es que el Banco Central intenta proveer fondeo a través de las operaciones de mercado abierto de forma tal que, después de tomar en cuenta los efectos de los factores autónomos de liquidez, las contrapartes puedan cumplir sus requerimientos de reservas. Si el Banco Central provee más (menos) liquidez que este punto de referencia, las contrapartes usarán la facilidad permanente de depósitos (facilidad permanente de préstamos). **Por lo tanto, la tarea de la administración de liquidez por parte del Banco Central se basa fundamentalmente en la correcta estimación de los componentes autónomos y endógenos de la ecuación de la cuenta corriente.**

En este sentido, y siguiendo la lógica expuesta en el modelo, sería conveniente que el Banco Central cuente con la capacidad técnica como para proyectar la demanda de liquidez de los bancos, en forma diaria y con una proyección estimativa de cuando menos un mes de anterioridad. De esta forma, se podría recoger completamente la liquidez excedentaria del sistema financiero a fin de tener un control absoluto de la liquidez y por consiguiente un control de los efectos de volatilidad de precios sobre el sector real, financiero y sobre el mercado de divisas, en caso de que se genere un exceso en la liquidez del sistema. (“Facilidad de Depósitos”, en el Pasivo del Balance Simplificado del Banco Central Europeo).

En caso contrario y de presentarse un déficit en la liquidez se podría contar con la implementación de líneas automáticas de inyección de liquidez a través de un “corredor de tasa de interés”. (Las llamadas “Facilidad marginal de Crédito”, que figura en el activo del Balance Simplificado del Banco Central Europeo).

3. Diagnostico del mercado de dinero actual en el Paraguay

Una de las razones más importantes para buscar el desarrollo pleno del mercado de dinero, es que su financiamiento sirve para facilitar las operaciones de Política Monetaria. Para manejar efectivamente la liquidez del sistema es necesario que el Banco Central cuente con la capacidad técnica de prever la liquidez del sistema financiero y al mismo tiempo debe poseer los instrumentos necesarios para inyectar o retirar liquidez del mercado. Con ello se estaría evitando que la liquidez se estanque en la cuenta corriente del BCP, y de igual forma al generar dinamismo al mercado de dinero, se lograrían bajar la tasa de interés de los IRM y de las tasas activas.

Para ello, es necesario contar con un marco de referencia para transmitir la política monetaria del momento. Es por esto que el Banco Central del Paraguay debe desempeñar un rol importante y de liderazgo dentro del desarrollo del mercado monetario. Actualmente, existen tres medidas a tomar que en conjunto contribuirán a mejorar el mercado de dinero local:

- a) Confeccionar nuevos instrumentos de corto plazo: ej. Letras del Tesoro, Bonos del Tesoro negociables;
- b) Reformar el sistema de Reservas; y
- c) Confeccionar los términos sobre los cuales se puede acceder a la Ventanilla de Descuento. (mercado ciego)

A continuación se expone un diagnóstico preliminar, describiendo las razones por las cuales todavía existe un impedimento en el Paraguay para un funcionamiento fluido del mercado de dinero.

Impedimentos para un buen funcionamiento del mercado de dinero en el Paraguay³:

1. **La gestión de liquidez bancaria se realiza por entidad y no en forma consolidada.**
2. **Emisión de títulos dominado por el BCP, sin una presencia “real” del Tesoro Nacional.**
3. **Vencimientos/Plazos de emisiones actuales habría que alinear a las “mejores prácticas” internacionales.**
4. **Falta de coordinación integrada (formal y de fondo) de la PM y PF.**
5. **Falta reunir a todos los actores financieros dentro de un mercado electrónico, de fácil gestión y costos de acuerdo al mercado (Datatec??).**
6. **Falta de una depositaria/sistema de registro/custodia de valores.**
7. **Desmaterialización y emisión electrónica de Títulos.**
8. **Falta de un marco de referencia en cuanto a Sistema de Pagos Financiero: Sistema Ciego (Dinero, títulos, etc.).**
9. **Creación/resultado de una curva de referencia de tasas (“benchmark”, libre de riesgo).**
10. **Posibilidad real de utilizar instrumentos/operaciones más sofisticadas para la Política Monetaria /Política Cambiaria: Repos y Contra-repos, SWAPS de divisas, reverse SWAPS.**
11. **Marco de referencia para la emisión de BOTES, así como una estrategia nacional de deuda pública: origen/destino (Informe OTA, 2010).**

Los cambios en la tasa de interés influyen también sobre el comportamiento del tipo de cambio al aumentar o disminuir el atractivo de las inversiones en activos financieros denominados en la moneda doméstica versus las denominadas en otras monedas. En una economía pequeña y abierta como la nuestra, el tipo de cambio es uno de los mecanismos más importantes y rápidos de transmisión de las acciones de política monetaria a los precios. Las variaciones en el tipo de cambio tienen un impacto directo en la tasa de inflación a través de los precios de los bienes transables, como por ejemplo, los insumos importados que se utilizan en los diferentes procesos de producción. La variación en el precio de los bienes transables incide a su vez en la asignación de recursos y del gasto de los agentes económicos entre los bienes transables y los no transables, y por ende sobre la demanda interna. Finalmente variaciones en el tipo de cambio también impactan directamente sobre la demanda agregada, al modificar las decisiones de los agentes económicos a través del efecto en su posición financiera y en su ingreso.

4. ¿Cómo es el mercado de Dinero en el Paraguay hoy?

El funcionamiento del mercado de dineros en el Paraguay está regulado por la acción del BCP. Al efecto y casi periódicamente, el BCP emite normativas para ir actualizando

³ Mercado de Dinero – Money Market – Documento 04, US Department of the Treasury

en instrumentos y operativas. En este sentido la Resolución 1, Acta 50 de fecha Acta N° 50 de fecha 20 de marzo de 1995 y posteriores modificaciones es la Resolución que enmarca y reglamenta las operaciones del Departamento de Mercado del Banco Central del Paraguay.

4.1 La Cuenta Corriente de los Bancos Comerciales en el BCP

El mercado de dinero o monetario, es el mercado donde se intercambian los activos financieros de bajo riesgo y gran liquidez, que por su corto plazo (máximo 18 meses) se pueden considerar como sustitutivos del dinero, en este caso los Instrumentos de Regulación Monetaria del Banco Central, y/o complementariamente los bonos negociables del Tesoro.

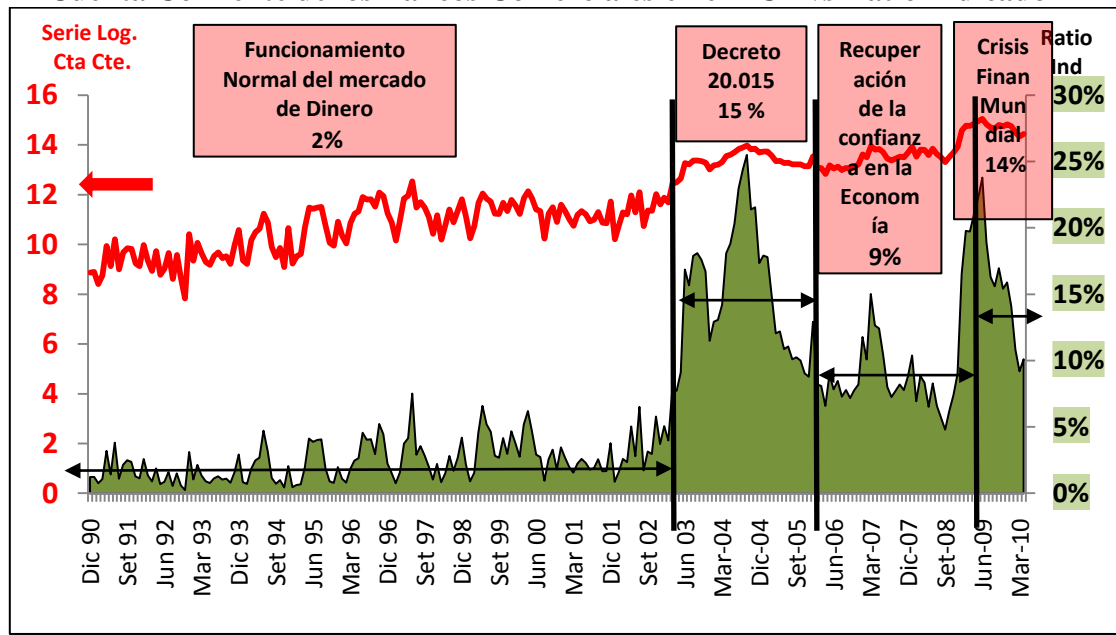
Los factores citados precedentemente en el diagnóstico, sumados a un clima de gran desconfianza y descreimiento entre las entidades de crédito, impiden la creación de un mercado de dinero profundo y desarrollado. En efecto, las entidades crediticias se muestran reacias a operar entre sí debido a los riesgos de orden crediticio, reputacional y a los elevados costos transaccionales (desmaterialización de los títulos), prueba de ello es la abultada cuenta corriente con que cuentan los bancos comerciales en el BCP, sin que generen intereses, antes que destinar dicho exceso de liquidez hacia el mercado de dinero⁴.

En este contexto podemos definir históricamente la evolución del mercado de dinero desde un pasado reciente (años 90) hasta la actualidad, en los cuales se observan periodos de auges y periodos de acumulación de las cuentas corrientes en el BCP. Para tal efecto comparamos los depósitos de los Bancos Comerciales en la cuenta corriente del BCP, por un lado y por otro, un ratio indicador de dicha cuenta corriente de los Bancos Comerciales en moneda nacional, sobre el total de los Depósitos en el Sistema Financiero en moneda nacional. (Reservas voluntarias)

Así, se observa que desde la liberación financiera en el año 1989, hasta diciembre del 2002, el ratio indicador Cuenta Corriente sobre totales de Depósitos Bancarios, orillaba solo el 2% en promedio, esto debido a que las entidades financieras gozaban de una buena credibilidad y el mercado de dinero funcionaba a pleno y normalmente, incluso a pesar de las crisis financieras generadas en dicho periodo. Otro periodo claramente distinguible va desde la promulgación del decreto 20.015 en enero de 2003, hasta mayo de 2005, periodo en que dicho indicador sube al 15% en promedio, siendo el factor determinante, la migración de los activos financieros de las instituciones públicas y entes descentralizados al BCP. Posteriormente, durante el periodo de crecimiento y recuperación económica, dicho ratio baja al 9%, para finalmente volver a subir nuevamente al 14%, al desatarse la crisis financiera mundial en Agosto de 2008.

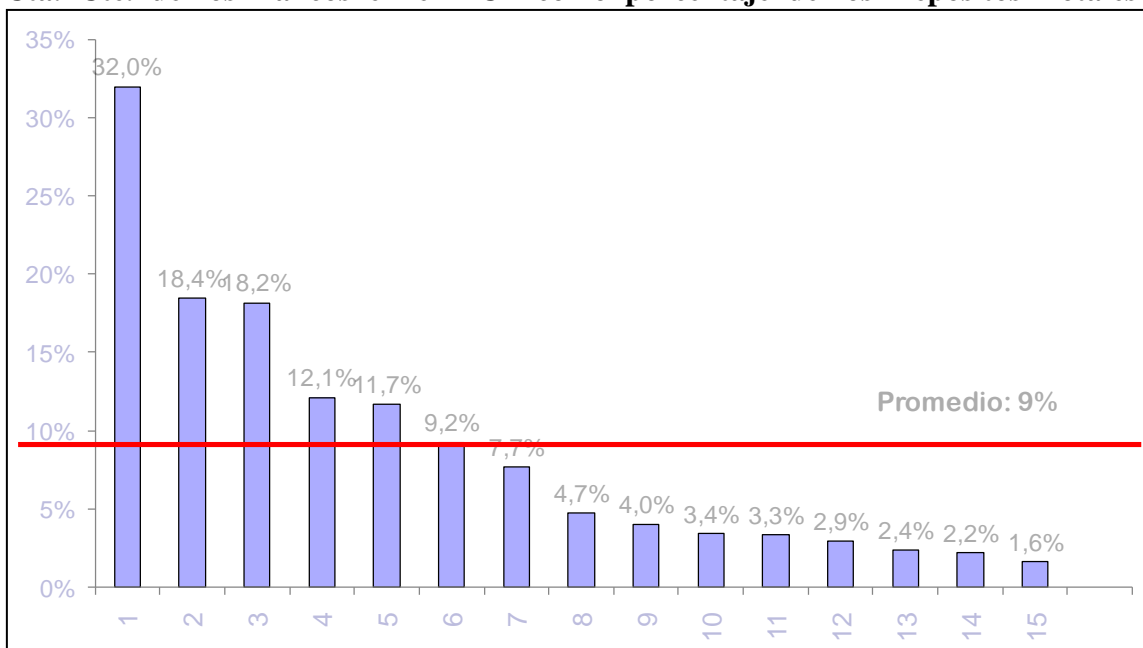
⁴ Este excedente ocioso de liquidez además se explicaría en razón de que las Entidades Financieras no cuentan en la actualidad con líneas de créditos ágiles y operativas a fin de cubrir necesidades de fondeo transitorio. Si bien se encuentran vigentes instrumentos como el FLIR y la cancelación anticipadas de los IRM, tomar alguna de estas líneas de créditos por parte de una Entidad sería el equivalente a emitir señales de iliquidez estructurales hacia el resto del sistema, agravando la desconfianza hacia la Entidad tomadora del instrumento.

Gráfico 1
Cuenta Corriente de los Bancos Comerciales en el BCP vs Ratio Indicador⁵



Esto demuestra que en la actualidad las Entidades Financieras mantienen concentrada gran parte de su liquidez dentro del BCP, y en caso de que la autoridad monetaria necesite retirar la liquidez del mercado, haciendo más atractivas las tasas de interés de los IRM, lo que ocurriría en realidad es solo un reposicionamiento de este excedente de las Entidades Financieras desde la cuenta corriente del BCP en IRM, sin que en realidad el BCP esté retirando el excedente requerido del mercado.

Gráfico 2
Cta. Cte. de los Bancos en el BCP como porcentaje de los Depósitos Totales



⁵ Ratio Indicador: Cuenta Corriente de Bancos Comerciales en el BCP, sobre Total de Depósitos de Bancos Comerciales en el Sistema Financiero en moneda nacional, incluye depósitos del Sector Público. Al mes de Agosto de 2010 este radio se encuentra en promedio en 11%.

El Gráfico 2 muestra el manejo de la liquidez por parte de la Entidades Financieras en una fecha determinada y el porcentaje de su saldo en reservas voluntarias, en relación a sus depósitos totales. Se observa así que de las quince entidades financieras, el manejo de liquidez se encuentra segmentado en dos grandes grupos, los de mayor liquidez y los de un manejo más eficiente de sus depósitos⁶.

4.2 El Corredor de la tasa de interés.

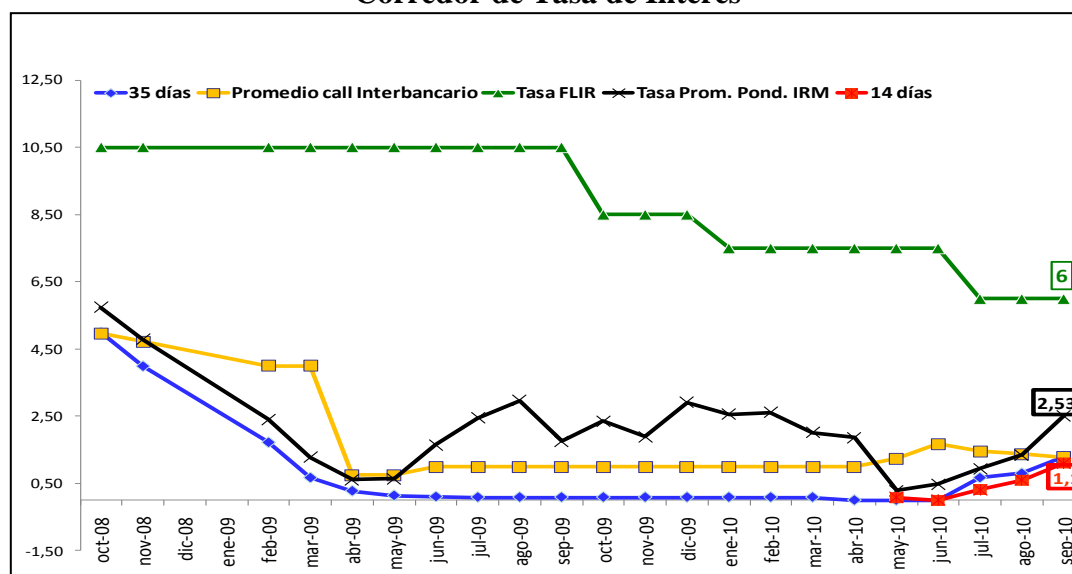
Al implementar la política monetaria con meta intermedia de tasa de interés es importante contar con un corredor para las tasas de interés. Este corredor determinará para las entidades financieras tanto el costo de oportunidad de quedar sobre líquido o ilíquido en un día determinado.

Dado que un Banco Central en un esquema de objetivos de inflación persigue como meta intermedia la tasa de interés de corto plazo, la idea de contar con un mercado de dinero desarrollado, es que el BCP pueda determinar la meta para la tasa de corto plazo (overnight) la cual será fijada posteriormente en forma diaria por el Departamento de Operaciones de Mercado Abierto, mediante operaciones con repo.

Al implementar las líneas automáticas de inyección de liquidez o de depósito de excedentes de liquidez de las entidades financieras, se estaría fijando un “corredor de tasas de interés” mediante el cual se transmitiría al resto del mercado la regla de intervención monetaria del BCP, tanto para operaciones pasivas (contracción) como en operaciones activas (inyección de liquidez)

Actualmente este corredor se encuentra conformado por un techo, que es la línea de crédito otorgada por el BCP a través del FLIR y por un piso, que actualmente sería la tasa de colocación de IRM a 14 días.

Gráfico 3
Corredor de Tasa de Interés



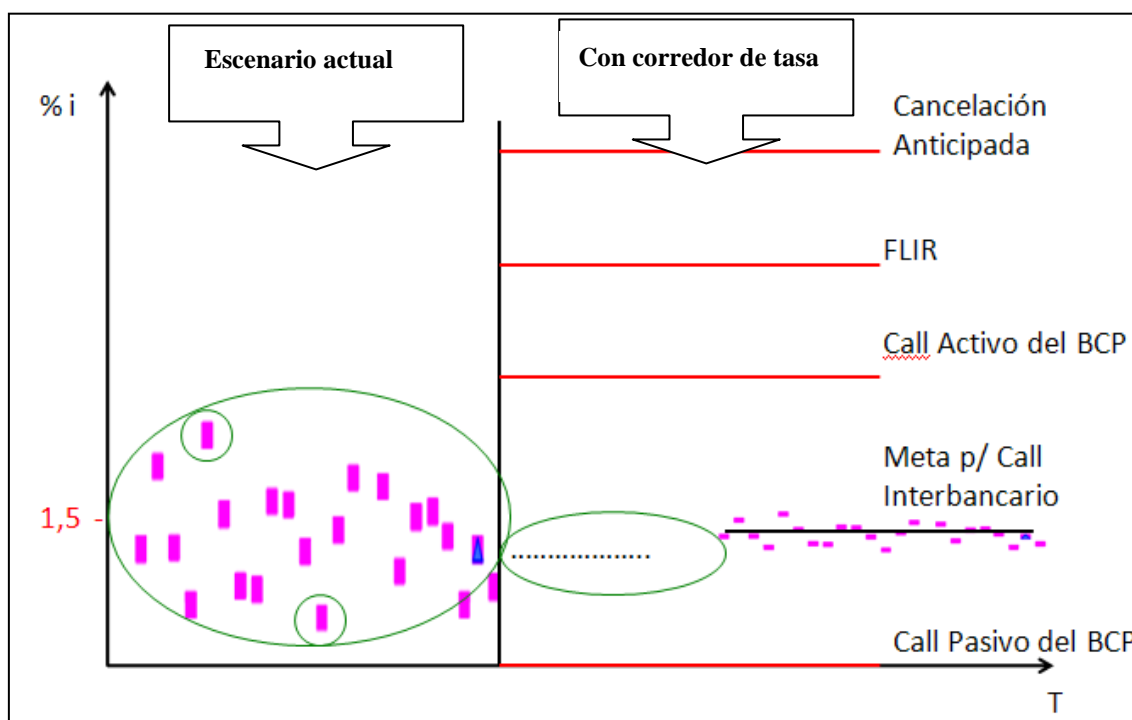
⁶ Las operaciones del Banco Nacional de Fomento, como banca pública, se encuentran limitada por su carta orgánica.

Nuevamente, un escenario ideal sería estrechar estos límites de forma tal a evitar excesivas volatilidades de la tasa de interés.

En este sentido, se podría decir que la tasa de interés de política monetaria actualmente es la tasa de colocación de las IRM a 14 días, la cual influye en alguna medida en la determinación de la tasa del call interbancario, con un rezago que va de actualmente de un mes y medio a dos meses. La idea sería acortar este rezago de reacción a la tasa de un día, es decir que la tasa overnight del call interbancario oscile entorno a la tasa referencial de política, y que a su vez pueda incidir hacia el resto de la economía. De esta forma se estaría pasando de escenario de una gran volatilidad de la tasa, a un escenario más ordenado en que la tasa del call interbancario estaría convergiendo alrededor de la tasa de política del BCP, tal como se aprecia en gráfico 3.

La preferencia de los bancos centrales para actuar en el overnight se basa en el hecho que este es el segmento del mercado de dinero en el cual el tipo de interés puede ser determinado por las reservas bancarias y sobre el cual el banco central tiene el control suficiente. Por otro lado, a través de la determinación del tipo overnight, las expectativas podrían permitir la determinación de los plazos más largos en la curva de rendimientos en el mercado monetario⁷.

Gráfico 3
Corredor de Tasa de Interés, escenario teórico



El call activo BCP se constituye en el mecanismo para inyectar liquidez al mercado a una tasa de por ejemplo 100 puntos básicos por encima de la tasa de mercado. Al igual que el FLIR, así como la cancelación anticipada, escalonadas a su vez a 200 y a 300 puntos básicos, por encima de la tasa de mercado. Esto con el fin de que las entidades financieras negocien entre sí su liquidez, y como última alternativa recurran al BCP. El

⁷ HOLGER INSFRAN. Mercado Monetario: Concepto e Instrumentos, Pag 6.

call pasivo, actualmente representa los depósitos de las entidades financieras en el BCP, a una tasa cero.

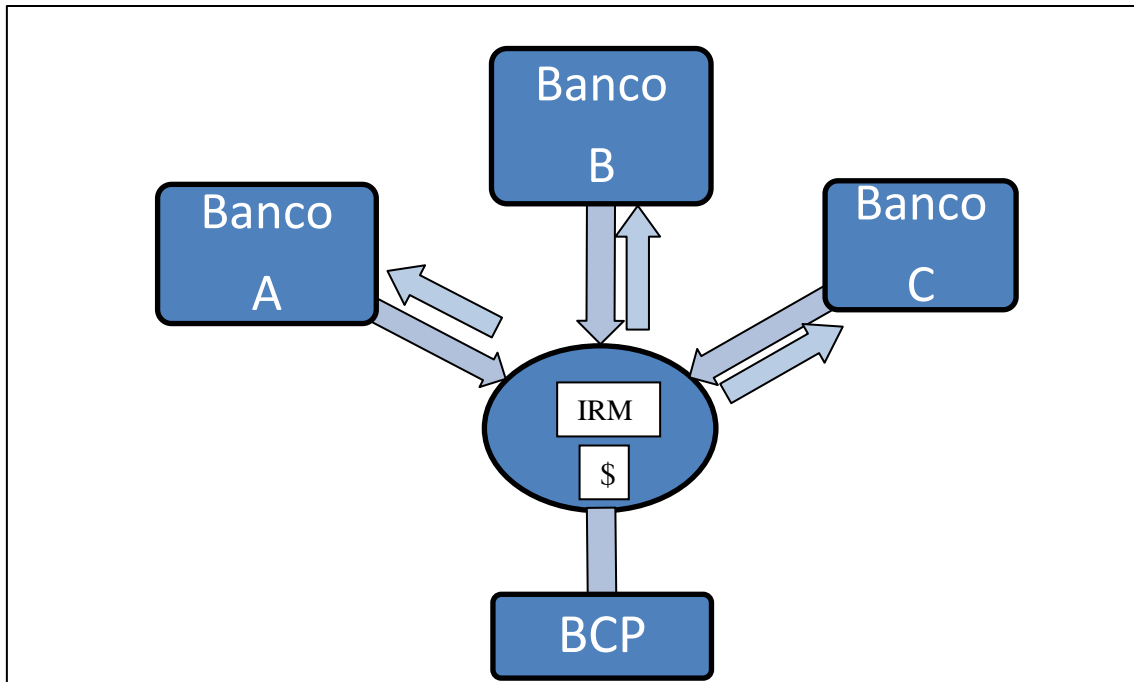
5. Mercado de Dinero Ciego

Una solución asequible para salvar la situación antes descrita es la creación de un **mercado de dinero ciego**, donde los participantes (negociantes de deuda) ofertan y demandan liquidez usando como colateral el saldo en IRM con que cuentan en su cuenta corriente. En este mercado, los negociantes se comprometen a cotizar precios de compra y venta de cada emisión (referencia) a través de una red informática administrada por el Banco Central y accesible para todos los negociantes. El BCP, a su vez cumple la función de Banco liquidador y depositaria de valores. Cualquiera de éstos puede realizar la compra/venta a los precios (tasas de interés) que aparecen en pantalla, pero a diferencia de las operaciones Repos, en este mercado no se sabe quién es la contrapartida (el comprador o vendedor).

De esta forma el mercado ciego, al igual que operando con el call activo y call pasivo BCP, puede brindar a las instituciones financieras dos servicios estándar que pueden ser usados a su discreción: la línea de crédito de liquidez y la ventanilla de depósitos de liquidez. La línea de crédito de liquidez proporciona crédito (sujeto a límites) del banco central a instituciones individuales, a tasas de interés marginales. En la ventanilla de depósito de liquidez, las instituciones financieras pueden depositar su liquidez excedente a una tasa de interés mínima.

Lo anteriormente señalado busca generar un mercado con costos transaccionales bajos, sobre la base de los siguientes elementos:

- Colaterales seguros y de gran liquidez: IRM, BOTES.
- Administración del colateral: a cargo del BCP
- Sistema de registro ágil: DATATEC
- Registro/Custodia: a cargo del BCP
- Liquidación: a cargo del BCP



6. Pre-requisitos para el desarrollo del Mercado de Dinero.

Desarrollar un mercado de dinero sobre la base de un mercado financiero, con lleva una complejidad de relativa magnitud, y por tal razón requiere ciertos condicionamientos de política para que tal suceso se lleve exitosamente. De todas ellas, la estabilidad macroeconómica y gestión de la deuda soberana, son los objetivos de política más importantes. A continuación se describen algunas de las más importantes.

- *Estabilidad Macroeconómica:* La reputación de un país como emisor de deuda está íntimamente ligada al buen funcionamiento de su gobierno a través de sus políticas macroeconómicas que generan estabilidad para toda su economía. Éstas a su vez afectan el desarrollo de un “track record”, o un registro de antecedentes positivos, que indican la viabilidad de repago de la deuda basadas en la reputación y buena disposición para con sus acreedores.
- *Claros objetivos en la Gestión de la Deuda Soberana para colateral de los préstamos:* Sin una comprensión clara de los objetivos en la gestión de la deuda soberana es muy difícil el desarrollo de un mercado de deuda doméstica. En tal sentido, los objetivos deberían estar enmarcados en una declaración con definiciones claras de sus objetivos, y del accionar de todos los involucrados en su gestión tales como: los que gestionan directamente la deuda soberana (dentro del Ministerio de Hacienda y/o el Banco Central) con un claro entendimiento entre las políticas fiscales y monetarias. Dentro de éste punto debería incluirse el desarrollo de los mercados de deuda domésticos por parte del gobierno, como un claro objetivo para la gestión de la deuda soberana de manera a incentivar la creación de un número amplio de posibles inversores locales, entre ellos entidades gubernamentales y entidades privadas.

- ✓ El objetivo más importante aquí es la “posibilidad de financiar al gobierno y tener la posibilidad de pagar obligaciones pendientes a través del costo más bajo posible a mediano y largo plazo dentro de un marco prudente de riesgo” (IMF & World Bank 2001);
- ✓ Otro objetivo es lograr la liquidez dentro del mercado doméstico en la deuda gubernamental, ya que ayudará a disminuir el costo de financiamiento del Estado;
- ✓ Las ofertas primarias de deuda gubernamental a través de subastas predecibles y transparentes realzan la confianza en el emisor, particularmente si existe un Calendario de Emisiones pre-anunciado anualmente con resultados adecuadamente comunicados a los participantes y al público en general;
- ✓ La figura de “Primary Dealer” o Negociador Primario es una buena plataforma para el desarrollo del mercado de deuda soberano (aunque puede resultar contraproducente al no haber suficientes participantes dentro del mercado, como quizá ocurra actualmente en el Paraguay).
- ✓ La creación de una “curva de referencia” (“benchmark”) en la emisión de deuda doméstica gubernamental es de gran beneficio para que los demás participantes del mercado local puedan fijar
- ✓ precios a partir de los mismos y de esa manera puedan contribuir a ampliar el número de posibles emisores locales.

El Banco Central sólo ofrece préstamos a corto plazo a entidades de crédito (call activo o pasivo del BCP). Las tasas de interés sobre estos préstamos, por tanto, impactan en forma inmediata en el resto de las tasas de interés de corto plazo en el mercado de dinero. A través de la formación de precios en los mercados financieros, el efecto se transmite al espectro de tipos de interés, es decir, los tipos de interés de valores y préstamos con diferentes vencimientos (curva de rendimiento). Al influir en las tasas de interés, la política monetaria tiene entonces un efecto sobre el ahorro y las decisiones de gasto de los individuos y las empresas. Hay que tener en cuenta que las tasas de interés en efecto, representan el precio del dinero. Los individuos o las empresas toman una decisión sobre la cantidad que desean destinar al ahorro o al consumo y la inversión en cualquier momento, al comparar el beneficio (es decir, la tasa de interés) que reciben para postergar sus gastos y el beneficio que obtienen en consumir de inmediato. Así, las tasas de interés tienen un efecto sobre la demanda, tanto en el consumo privado y público, como en la formación de capital que, en última instancia, ejerce un efecto sobre los precios.

- *El Mercado de Dinero y la Política Monetaria:* Los procedimientos del Banco Central tienen una gran influencia en la estabilidad del Mercado de Dinero

doméstico y de la posibilidad que los inversores locales utilicen al Mercado de Dinero doméstico para gestionar mejor sus propios riesgos. Para una efectiva gestión de la liquidez por parte del BCP se requiere que el gobierno, en su conjunto, tenga políticas claras sobre la administración integral de sus flujos de caja las cuales deben ser coordinadas con las operaciones de fondeo del gobierno. Así, resulta importante que desde la Dirección del Tesorero del Ministerio de Hacienda se envíen las proyecciones de sus flujos de caja al BCP, para que éste logre administrar de manera eficiente la liquidez del sistema. Esto reduce la volatilidad en las tasas de interés y también el riesgo asociado con operar en el Mercado de Dinero, lo cual genera más participación. Resulta imperioso la creación de comité de enlace entre las políticas monetarias y fiscales para éste tipo de situaciones. Todo esto influye como potenciales beneficios al BCP para que pueda llevar a cabo su política monetaria con la emisión de títulos públicos y con la particular discrecionalidad en utilizar los mismos en transacciones de reporto y contra-reportos.

- *El Sistema e Infraestructura de los Pagos Financieros:* Es un ingrediente importantísimo dentro del funcionamiento eficiente de los mercados de títulos públicos. Cambiar el sistema actual por un sistema desmaterializado, en modalidad electrónica, conectados a una Central Depositaria de Valores influye y mejora la eficiencia y la velocidad con la que son ejecutadas las transacciones y reduce significativamente el riesgo de compensación “settlement risk”. La Central Depositaria de Valores es solo una entidad en la cual los participantes del mercado pueden liquidar y compensar sus transacciones, es decir, reclamar los títulos comprados y efectuar el pago. Dicha Depositaria debería basarse en el principio actualmente utilizado como “mejores prácticas” a nivel internacional de “envío vs. Pagos” (delivery versus payment) en tiempo real (Real Time Gross Settlement) para minimizar el riesgo de compensación “settlement risk. El Marco de referencia y regulatorio para las compensaciones y liquidaciones en tiempo real está íntimamente ligado al desarrollo propicio de un Mercado de Dinero y un mercado de títulos públicos. Dicha Depositaria puede estar dentro del BCP (lo ideal al inicio) o ser gestionada por una entidad independiente.
- *Desarrollo de una Base de Inversores Locales y de Distintos Tipos de Instrumentos:* Dentro del sistema de emisión primaria con la que cuenta hoy el BCP (Data Tec) se encuentran los principales inversores locales del mercado financiero. En general son los bancos los que están conectados al sistema de subasta electrónico del BCP, pero sabemos que se han ido incorporando otras entidades. Sin la posibilidad de incorporar “a todos los actores financieros locales” (tanto privados como públicos) es imposible el desarrollo de la liquidez en el mismo. En general los bancos, como tenedores e inversores de títulos gubernamentales, son quienes utilizan dichos títulos para los requisitos de Reservas o recapitalización, y por lo tanto no contribuyen de manera significativa a la liquidez dentro del mercado doméstico. La baja utilización de

transacciones de reporto y contra-reportos también contribuyen a la escasa liquidez dentro del mercado financiero local. *Otro tipo de limitantes en la liquidez del mercado doméstico de títulos públicos es la falta de desarrollo de instrumentos de cobertura (“hedging instruments”) tales como los Forwards, la posibilidad de prestarse títulos y las ventas en corto (“short selling”). La base de inversores locales pueden ser las compañías de seguros y los fondos de pensiones, los fondos de inversión de entidades públicas, las cooperativas, las financieras, los brokers, los bancos, y cualquier entidad extranjera que quiera comprar títulos dentro del mercado doméstico.*

7. Conclusión:

Es de vital importancia lograr el desarrollo del mercado de dinero con el fin de que la autoridad monetaria pueda articular con mayor eficiencia sus decisiones de política. Un mercado de dinero profundo y desarrollo representa el mecanismo ideal para la adecuada y efectiva transmisión de la política monetaria.

Dado que un Banco Central tiene el derecho exclusivo de emitir dinero en la economía - la base monetaria - que comprende los billetes y monedas en circulación y depósitos de las instituciones financieras en el BCP, esta Institución puede tener gran influencia en la determinación de la tasa de interés en los mercados financieros y en la economía en su conjunto, mediante el ajuste de la tasa de interés sobre préstamos de corto plazo a las instituciones financieras.

Con este fin es imperioso desarrollar el mercado dinero, para lo cual es necesario que el Banco Central del Paraguay se aboque al reordenamiento de su portafolio de deuda y a la revisión de las operaciones que viene realizando en materia de política monetaria, como parte de la estrategia integral que pretende mejorar la gestión de sus pasivos financieros y el control de la liquidez, para lo cual requiere de herramientas tecnológicas que faciliten su intervención en los mercados de dinero y en los procesos de negociación de los intermediarios financieros que operan en tales mercados, para administrar posiciones de caja en el corto plazo. En este contexto, un principio de acción se encuadra en modificar la Resolución 1. Acta 50 del 25/03/95 que reglamenta las emisiones de los Instrumentos de Regulación Monetaria y las operaciones del Departamento de Mercado Abierto en general.

Fuentes:

- Mercado de Dinero – Money Market – Documento 04, US Department of the Treasury.
- Bendseil, Ulrich and Seitz, Franz (2001).
- Gaceta de Economía, Instituto Tecnológico Autónomo de México.
- Banco Central del Paraguay (2003). Banca Central: Una Introducción.
- Banco Central de Islandia. The new framework for monetary policy
- Holger Insfran. Mercado Monetario: Concepto e Instrumentos.
- Schaechter, Andrea (2000). Liquidity Forecasting. Fondo Monetario Internacional.
- Schaechter, Andrea (2001). Implementation of Monetary Policy and The Central Bank`s Sheet. Fondo Monetario Internacional
- Res 1, Acta 50 del BCP de fecha 25 de marzo de 1995.
- Res N° 1, Acta 94 del 13 de noviembre de 2008
- Res N° 2, Acta 36 del 13 de julio de 2007
- Res N° 17, Acta 42 del 26 de mayo de 2005
- Res N° 6, Acta 66 del 29 de julio de 2004
- Res N° 8, Acta 13 del 25 de enero de 2002
- Res N° 14, Acta 8 del 25 de enero de 2002
- Res N° 1, Acta 44 del 31 de mayo de 2001
- Res N° 6, Acta 201 del 11 de noviembre de 1998
- Res N° 5, Acta 174 del 22 de setiembre de 1998
- Res N° 8, Acta 79 del 4 de mayo de 1998
- Res N° 3, Acta 170 del 3 de setiembre de 1997
- Decreto del PE N° 20.015 de fecha 30 de diciembre de 2002.