

DESARROLLO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS: LECCIONES PARA CUBA.

Ing. Mileydis Melgarejo Díaz¹, Msc. Roberto Pons², Lic. Belkis Plasencia Cruz³, Lic. Juliette Valdés Martínez⁴

2. Universidad de Matanzas – Sede “Camilo Cienfuegos”, Vía Blanca Km.3, Matanzas, Cuba. roberto.pons@umcc.cu

Resumen

El entorno monetario cubano está inmerso en una serie de transformaciones como parte del proceso de actualización del modelo económico, esto implica la inclusión de aspectos novedosos, en cuanto a elementos financieros, en el diseño de políticas. Es así que toma gran relevancia el estudio de los mercados financieros, dado que los mismos constituyen elementos esenciales en el funcionamiento de la economía mundial actual.

El sistema financiero cubano se sustenta fundamentalmente en el sistema bancario. Los mercados financieros brindan fuentes diversificadas de financiamiento y permiten una asignación eficiente de recursos en la economía. La necesidad de desarrollarlos no es suficiente, es imprescindible para su implementación el establecimiento de un orden secuencial en función de necesidades de la economía, y la complejidad de los riesgos que los mismos implican. La investigación nos permite establecer criterios acerca del orden y ritmo a seguir por las reformas financieras, lo cual al desarrollo económico.

Palabras claves: modelo económico, mercados financieros, desarrollo.

El entorno monetario cubano actual se encuentra inmerso en una serie de transformaciones orientadas al reordenamiento monetario de la economía, las cuales están referidas en lo fundamental a la implementación y desarrollo de políticas macroeconómicas.

En los Lineamientos de la Política Económica y Social del VI Congreso del Partido y la Revolución se plantea como uno de los objetivos del proceso de actualización del modelo económico: “estructurar un sistema de tasas de interés más racional y fundamentado, así como la potenciación del uso de instrumentos de política monetaria para administrar desequilibrios coyunturales”. Dichos aspectos se encuentran altamente relacionados con el desarrollo y profundización¹ de los mercados financieros, en primera instancia la implementación de un mercado interbancario eficiente, así como la ampliación de las fuentes de financiamiento del Gobierno mediante emisión de bonos públicos y su posterior negociación en un mercado secundario (mercado de deuda pública).

Un mercado será más profundo cuanto más posiciones compradoras y vendedoras existan, o puedan llegar a por tanto, las acciones de política en pos de avanzar en el desarrollo económico del país, así como lograr una inserción más efectiva en la economía internacional, deben prestar atención a la relevancia de los aspectos financieros; dado que los mismos constituyen elementos esenciales en el funcionamiento de la economía mundial actual. En este sentido, el proceso de desarrollo de los mercados financieros debe formar parte de las políticas económicas.

De ahí que resulte necesario el estudio detallado de los aspectos teóricos fundamentales relacionados a los mercados financieros, con el objetivo de comprender los elementos relevantes que sustentan su implementación y sobre las cuales las autoridades deben prestar atención para la formulación de políticas financieras.

El sistema financiero cubano actual se basa fundamentalmente en el sistema bancario. Las economías emergentes, sobre todo en América Latina y Asia oriental, han presentado esta característica en su sector financiero. En consecuencia, el sistema bancario ha sido la principal fuente de financiamiento, tanto para prestatarios públicos como privados. Los sistemas basados en estas instituciones ofrecen una fuente de financiamiento perfectamente viable, que existe además en la mayoría de los países desarrollados. No obstante, los mercados financieros son un complemento útil de los sistemas bancarios ya que brindan fuentes diversificadas de financiamiento y permiten una asignación eficiente de los recursos en la economía.

Adicionalmente, el banco central se apoya en los mercados financieros para lograr su objetivo de estabilidad, lo cual precisa de un funcionamiento eficiente de los mismos. De ahí que la autoridad monetaria se responsabilice con el control y supervisión de estos para garantizar su adecuada evolución.

Sin embargo, la necesidad de desarrollar los mercados financieros no es suficiente, también es imprescindible para su implementación el establecimiento de un orden secuencial en función de las necesidades de la economía y la complejidad de los riesgos que los mismos implican. Una secuencia, como la que se explica en esta investigación, permite establecer criterios acerca del orden y ritmo a seguir por las reformas financieras, lo cual contribuye al óptimo funcionamiento de los mercados tributando al desarrollo económico.

Partiendo de esta premisa, la presente investigación se propone responder las siguientes interrogantes: ¿Existe una lógica secuencial para desarrollar los mercados financieros? ¿Cuál es entonces el orden adecuado? ¿Cuáles son los elementos esenciales a tomar en consideración para alcanzar un funcionamiento óptimo de estos? ¿Qué riesgos deben manejarse en el proceso de desarrollo de los mercados financieros? ¿Cuáles aspectos de los mercados financieros resultan relevantes en el contexto económico actual de Cuba?

Los mercados financieros. Definición y papel en la economía.

Los mercados financieros (MF) se definen como el espacio donde los agentes participantes que presentan excesos de fondos disponibles (agentes superavitarios) los transfieren a aquellos que presentan déficits (agentes deficitarios). Otras definiciones los identifican como el conjunto de transacciones que realizan los oferentes y demandantes de fondos, donde los distintos participantes (familias, empresas y gobiernos) compran y venden activos financieros (Garay, 2005). Dichas operaciones pueden realizarse a través de un financiamiento directo donde los agentes acuden a los mercados financieros o a través de instituciones financieras que actúan como intermediarios.

El rol de los MF suele identificarse, por una parte, en la movilización efectiva de las capacidades de ahorro y su canalización hacia la inversión, y por otra, en la provisión de servicios e instrumentos que posibiliten a los agentes hacer frente a riesgos y contingencias asociadas a la actividad económica. Además, permiten identificar y financiar los proyectos más eficientes y productivos, así como transformar y diversificar riesgos. Por tanto, en los mercados financieros los inversionistas pueden encontrar activos financieros que se adecuen a su capacidad de invertir a un precio determinado por la oferta y la demanda (CEFP, 2010).

En la literatura económica existe consenso acerca de la importancia de los MF para impulsar el crecimiento económico, dado que estos constituyen un pilar importante en las economías de mercado; aunque para ello deben lograr tener un funcionamiento eficiente. Los mismos promueven una mayor eficacia a lo interno de la economía pues se logran colocar los fondos excedentes donde realmente son necesarios, por lo que sirven de intermediarios para movilizar los ahorros. Por tanto, contribuyen a estabilizar las inversiones financieras, minimizando su volatilidad y logrando cierta estabilidad financiera. En particular, el desarrollo de los mercados financieros domésticos reduce los riesgos asociados a la excesiva dependencia del capital extranjero pues promueven el financiamiento de proyectos con moneda local.

Aunque la mayoría de los analistas afirma que la relación causal predominante entre mercados financieros y crecimiento se perciba en dirección del primero al segundo, dado que este es un tema complejo suele presentarse cierto grado de retroalimentación y simultaneidad. En este sentido, si bien los mercados financieros profundos pueden facilitar el desarrollo, también las altas tasas de crecimiento estimulan a estos mercados, lo que indica la existencia de un círculo virtuoso.

El desarrollo secuencial de los mercados financieros.

En todas las economías, el desarrollo del sector financiero involucra necesariamente un amplio rango de acciones de política, así como reformas estructurales e institucionales. Tales acciones y reformas deben cubrir desde el diseño de instrumentos y arreglos operacionales, la conformación y restructuración de instituciones, hasta el desarrollo de una infraestructura de información. En este sentido, se torna relevante considerar el rol de una adecuada secuencia de las reformas para el desarrollo de este sector, lo que precisa tener en cuenta los siguientes elementos (Handbook, 2005):

- a. Una inadecuada secuencia en las reformas podría causar una toma excesiva de riesgos y una consecuente inestabilidad financiera.
- b. La limitada capacidad institucional requiere que necesariamente se prioricen determinadas reformas.
- c. El establecimiento de prioridades, dado el gran número y diversidad de reformas financieras, facilitaría y fomentaría la adopción de las mismas.

Según algunos autores, el principal objetivo que cumple ordenar de forma secuencial el entramado de reformas necesarias para el desarrollo del sector financiero, consiste en salvaguardar la estabilidad monetaria y financiera (Handbook, 2005). La estrategia en general se centra en que a medida que se vayan desarrollando las distintas estructuras y tipos de mercados, deberá avanzarse en elementos que permitan la mitigación de los riesgos (financieros y macroeconómicos), así como crear una capacidad de gestión de estos y la infraestructura institucional correspondiente. Por tanto, las acciones de políticas orientadas al desarrollo de los MF deben combinarse con medidas para mitigar riesgos, de manera que se establezcan consideraciones de desarrollo y estabilidad.

La jerarquía de los MF anteriormente planteada, refleja la complejidad de los riesgos, así como las prioridades a corto y mediano plazo. No obstante, el orden descrito no es estricto, dado que podrían llevarse a cabo acciones simultáneas en los diferentes espacios, siempre que se defina un claro hilo conductor, en el sentido de los requisitos, para avanzar en el desarrollo de cada uno de estos mercados financieros.

Características e importancia de los mercados financieros. Desarrollo del mercado monetario.

El mercado de dinero es el punto de partida de todos los mercados financieros. Este es utilizado para el manejo de liquidez a corto plazo de fondos al por mayor no colateralizados, aunque puede incluir transacciones con garantías, como por ejemplo el mercado de reporto a corto plazo⁴. Adicionalmente, constituye un canal a través del cual el banco central conduce las tasas de interés de corto plazo e inyecta y retira liquidez mediante el uso de instrumentos indirectos. Por tanto, mediante este mercado los bancos centrales brindan señales a las instituciones financieras sobre la orientación de la política monetaria, que luego es extendida al resto del sector financiero y finalmente a toda la economía. Además mediante este las instituciones financieras administran su liquidez prestándose entre sí.

En particular, los mercados de dinero juegan un papel fundamental en la implementación efectiva de la política monetaria. Usualmente esta relación se refuerza mutuamente, es difícil desarrollar estos mercados si el diseño o la implementación de la política y las operaciones monetarias no son óptimas; en cambio las operaciones del banco central serán más efectivas a medida que se desarrolle el mercado de dinero. Por tanto, cuanto más competitivo y líquido sea el mercado, es probable que la transmisión de la política monetaria sea más efectiva (Gray & Talbot, 2009).

El banco central constituye la autoridad monetaria en este mercado, asegurando que el mismo funcione de la manera más efectiva. Su acción se extiende desde establecer de forma diaria los precios promedios del dinero, hasta crear el espacio donde se realicen los depósitos y las retiradas de fondos. Dicha institución debe contar con la capacidad técnica para pronosticar la liquidez, así como poseer instrumentos para inyectar y retirar fondos del mercado, de manera que evite períodos prolongados de exceso de reservas y alivie la escasez de liquidez sistémica.

Entre los instrumentos con los que cuenta el banco central para lograr un correcto funcionamiento de este mercado se encuentra la compraventa de bonos del Tesoro. Además podría desarrollar otros como los bonos y subastas propias, así como perfeccionar el sistema de requerimientos de reserva (encaje legal) y esclarecer los términos y condiciones del acceso a las facilidades permanentes (Karacadag et al, 2003).

La política a aplicar por la autoridad monetaria, referente al desarrollo del mercado de dinero, debe ser conducida y definida de modo que genere incentivos a sus participantes a transar dinero entre ellos antes de recurrir al prestamista de última instancia. Otro factor que puede influir en este proceso es el referido a la solidez de las instituciones financieras, pues de no existir contrapartes solventes, los participantes del mercado se rehusarán a negociar y realizarían las transacciones solo con el banco central.

A pesar de los beneficios para la economía que trae el desarrollo del mercado monetario, el mismo expone al sistema financiero a disímiles riesgos, entre ellos el riesgo de crédito y de liquidez. El primero refiere a la exposición de los prestamistas al impago por parte de los prestatarios en el mercado. Además, aun cuando dichos créditos impliquen la utilización de colaterales, los mismos podrían volverse no realizables y los prestamistas presentarían riesgo de liquidez. Por otra parte los prestatarios también se exponen a la iliquidez del mercado cuando los préstamos interbancarios de muy corto plazo no pueden ser renegociados.

De ahí se deriva que el banco central como autoridad monetaria y prestamista de última instancia tenga entre sus objetivos fundamentales administrar la liquidez sistémica a través del mercado monetario y afrontar los riesgos de crédito mediante facilidades de préstamos regulares y de emergencia.

Para mitigar estos riesgos el banco central debe reforzar sus controles y velar por la distribución de las pérdidas en el sistema. Para ello debe realizar análisis de riesgo, exigir información detallada sobre la calidad de los activos y sobre la posición de liquidez de los participantes.

La supervisión prudencial y las regulaciones de los sistemas de pagos juegan un importante papel en el desarrollo del mercado monetario, protegiéndolo de los riesgos y el fraude. El diseño y supervisión de los sistemas de pagos, particularmente del mercado de dinero, pueden ayudar a evitar riesgos sistémicos y fomentar la liquidez en este. De ahí que sea preciso contar con mecanismos adecuados de compensación y liquidación y con un sistema de información transparente reflejado en los precios, índices y el volumen de títulos transados.

Dado que este mercado constituye la base para el desarrollo del resto, precisa que se tomen todas las acciones necesarias para asegurar su correcto funcionamiento. Un mercado monetario activo es un prerrequisito para el desarrollo del mercado de divisas y el de deuda pública.

El mercado de dinero no solo apoya al mercado de bonos al incrementar la liquidez de las garantías, sino que además lo hace más barato y con menos riesgo para las instituciones financieras. Cuando este no es líquido y las tasas de interés son volátiles, inversores en bonos se enfrentan a elevados riesgos de liquidez que limitan la inversión de activos a largo plazo.

Pero dicha relación no solo se da en una única dirección, sino que existe cierta interdependencia entre los dos mercados. De esta forma la profundidad del mercado monetario puede ser facilitada por la disponibilidad de un amplio rango de garantías de alto grado (los títulos de deuda pública), las cuales pueden servir como colateral en los préstamos interbancarios y son fáciles de liquidar en caso de impago de la contraparte (Karacadag et al, 2003).

Desarrollo del mercado de divisas.

El mercado de divisas es similar al mercado de dinero, sin embargo cada transacción que se realiza involucra el intercambio simultáneo de la moneda local y las divisas extranjeras, por tanto juega un papel instrumental al desplazar fondos entre los países. Este mercado se conforma de un mercado interbancario al por mayor, donde los agentes (usualmente bancos y otras instituciones financieras) comercian entre ellos y un mercado minorista donde los agentes autorizados transan con los consumidores finales (usualmente los hogares y las empresas). Es en el primer mercado donde se determina el precio de la moneda extranjera en términos de la moneda doméstica (tasa de cambio) a través de una asignación descentralizada de divisas entre sus participantes.

El banco central, de forma similar al mercado monetario, juega un rol importante en el desarrollo del mercado de divisas. En este sentido, el mismo debe fortalecer el sistema de pagos y liquidación, implementar criterios de transparencia para los agentes financieros autorizados a ejercer este tipo de actividad, así como mejorar la tecnología de la información de manera que facilite las negociaciones entre los bancos y garantice la disponibilidad de información fiable y actualizada.

La autoridad monetaria puede intervenir o participar en dicho mercado comprando o vendiendo divisas para reducir la volatilidad de la tasa de cambio, corregir la tendencia de

la misma e inclusive acumular reservas. En este sentido, el banco central puede ser formador o tomador de precios. En el primer caso estaría respondiendo a una meta cambiaria como parte de su política monetaria, evitando la fluctuación libre de la tasa de cambio.

La introducción y desarrollo del mercado de divisas requiere que estas estén disponibles libremente para las transacciones que lo necesiten. Los controles de cambio y las regulaciones que afectan las negociaciones en moneda extranjera deben ser modificados (reducidos al mínimo) para asegurar una asignación y determinación del precio de la moneda extranjera basada en el mercado. Los elementos estructurales del mercado, incluyendo la microestructura y la supervisión prudencial, también afectan la profundidad y volatilidad de este.

La eficiencia y la profundidad de este mercado dependen de disímiles factores, como son el grado de competencia, la eliminación de los impedimentos para la determinación del precio y la difusión de información. El acceso a información es esencial para una eficiente determinación del precio de la moneda extranjera. Los sistemas de información y las plataformas de negocio deben permitir el suministro de precios en tiempo real en el mercado interbancario de divisas.

El mercado minorista debe organizarse también de forma que asegure que las tasas de compra y venta sean establecidas libremente. De hecho, se plantea que las transacciones en moneda extranjera suelen manifestarse primero en este nivel del mercado de forma simple mediante intercambios de efectivo en la vía pública. Crear confianza en los agentes de este último mercado es importante, ya que este constituye el medio a través del cual los flujos de moneda extranjera son canalizados al mercado interbancario.

Sin embargo, el desarrollo del mercado de divisas introduce importantes riesgos al sistema financiero, sobre todo vinculados al comportamiento de la tasa de cambio. Las instituciones financieras, de forma similar a los creadores de mercado, prestamistas y prestatarios, suelen presentar posiciones en divisas dentro y fuera de balance, lo cual eleva el riesgo de pérdida por movimientos adversos del tipo de cambio.

La magnitud del riesgo del mercado se relaciona en gran medida con la apertura de la cuenta de capital. Por tanto, los beneficios que puede brindar dicha apertura debe ser compensada con la capacidad del sistema financiero de manejar efectivamente los riesgos del mercado y afrontar la volatilidad de los flujos de divisas.

Entre las medidas e instrumentos que pueden ser utilizados por los hacedores de políticas para el manejo adecuado de los riesgos que implica el desarrollo de este mercado, pueden considerarse: el establecimiento de límites internos y mecanismos de monitoreo a las posiciones de exposición a las divisas tanto dentro como fuera de balance, los requerimientos de capital por riesgo de tipo de cambio y el desarrollo de instrumentos de cobertura.

Adicionalmente, el mercado de divisas involucra operaciones del banco central, cuyas intervenciones particularmente en el mercado forward, pueden resultar en pérdidas de reservas internacionales, en caso de presentarse una continua presión a la venta de moneda doméstica.

Desarrollo del mercado de deuda pública.

El mercado de deuda pública se define como aquel espacio en el cual el Estado puede atender sus necesidades financieras. Su creación responde al objetivo de minimizar en el largo plazo el costo de financiamiento del gobierno. Este espacio está constituido por un mercado primario donde se cubre el déficit fiscal del gobierno a través de emisiones de valores de deuda y un mercado secundario donde se comercializan dichos valores posterior a su emisión y antes de su redención. Este último, es utilizado en lo esencial para el manejo de la liquidez, además su evolución permite posteriormente funcionar como referente para el mercado primario, lo que genera finalmente una tendencia de costos de financiamiento futuros menores para el Estado.

Por tanto, existe un creciente consenso en que el desarrollo de los mercados financieros no sólo reduce los costos de financiamiento, sino que hace más eficiente la política financiera del gobierno, incrementa el ahorro y por lo tanto la inversión, impulsando el crecimiento económico.

El mercado de valores públicos constituye un pilar esencial de los mercados financieros, dado que provee la estructura de tasas de interés y refleja el costo de oportunidad del dinero de acuerdo a los plazos de tiempo. Dicha estructura es un prerrequisito para el desarrollo de los mercados de futuros, forwards, swaps y opciones.

El fomento de los mercados de títulos del gobierno se encuentra muy relacionado con las operaciones de política monetaria del banco central. Cada vez es más común observar el manejo de la liquidez de los sistemas financieros por parte de dichas autoridades monetarias a través de operaciones de mercado abierto (OMA), las cuales involucran compras y ventas de valores, y de repos, donde los valores de deuda de alto grado (como la deuda pública) funcionan como colaterales.

Adicionalmente, la tendencia de los rendimientos de los bonos a largo plazo provee información valiosa a las autoridades sobre las expectativas del público y sobre la confianza en las políticas macroeconómicas. Contar con un mercado de valores gubernamentales líquido y con ello una curva de rendimiento referencial, permitiría la introducción y desarrollo de nuevos productos financieros que ayudarían a mejorar la gestión de riesgo y alcanzar cierta estabilidad financiera.

El logro de un mercado de bonos gubernamentales líquido se relaciona con diversos factores. Por una parte, el gobierno debe comprometerse a financiar sus requerimientos de préstamos a los precios del mercado, lo que le permitiría ganar en credibilidad. Por otro lado, podría realizar operaciones en el mercado secundario, como el intercambio y/o recompra de bonos, con el propósito de cumplir con las metas de portafolio de deuda, manejar el flujo de caja de manera eficiente, eliminar las distorsiones del mercado o responder a las necesidades de este.

Es importante que desde la primera etapa de desarrollo de este mercado queden claramente definidos los elementos referidos a las relaciones contractuales entre el gobierno y los participantes, la infraestructura del mercado, el registro y liquidación de valores, el uso de intermediarios y la forma de organización del mercado secundario.

Las medidas de política orientadas a desarrollar el mercado de deuda pública deben priorizar el desarrollo de un mercado primario efectivo de corto plazo. Ciertas iniciativas de profundización del mercado monetario como la utilización de repos, pueden reforzar la liquidez del mercado de deuda pública a corto plazo.

En la etapa temprana de desarrollo de este mercado es suficiente una infraestructura simple de negociación y liquidación, que asegure y sea capaz de manejar un volumen considerable de transacciones diarias. Para ello basta con un simple sistema de anotación en cuentas para todos los participantes del mercado. Las transacciones más avanzadas (futuros y opciones) deben postergarse para una etapa de mayor madurez.

Luego que el mercado de corto plazo se desarrolle, los esfuerzos deben orientarse hacia la introducción de los valores gubernamentales de largo plazo. Para lograr un mercado de largo plazo líquido se requiere la participación activa de intermediarios financieros, así como una eficiente infraestructura. En este sentido, los bancos constituyen intermediarios importantes, por lo que un sistema bancario robusto juega un rol fundamental en el proceso de profundización del mercado de deuda pública.

No obstante, el conjunto de beneficios expuestos con anterioridad que ofrece el desarrollo de este mercado, el mismo a su vez introduce importantes riesgos que deben ser manejados por los agentes. Entre los más importantes se encuentran el riesgo de crédito y de mercado; en el caso de los valores públicos estos riesgos resultan mínimos en tiempos normales mientras que en momentos de crisis los inversionistas enfrentan los peligros de una alta inflación e inestabilidad macroeconómica. Si adicionalmente la deuda se encontrase denominada en moneda extranjera se correría el denominado riesgo de crédito soberano.

Para un gobierno, la posibilidad de vender deuda en el mercado local reduce el riesgo de portafolio, especialmente el riesgo de mercado, reduciendo la exposición al riesgo cambiario. Además se incrementa la posibilidad de acceso a los fondos, lo cual puede ser particularmente importante en una crisis financiera donde la probabilidad de paralización de los flujos de capitales externos es mayor, o donde el costo de financiamiento es excesivamente alto (Ministerio de Hacienda, 2010).

Desarrollo del mercado de acciones y bonos corporativos.

El mercado de acciones es aquel donde se negocian los derechos sobre las utilidades de las corporaciones (acciones de capital) y es el mercado sobre el que más noticias se divulgan en los países que lo poseen. El mercado de bonos corporativos es aquel donde se transan bonos a largo plazo emitidos por las corporaciones que tienen altas evaluaciones de créditos (Mishkin, 2008).

Los mercados de acciones y bonos corporativos proporcionan canales adicionales para la intermediación de ahorros, transferencias y diversificación de riesgos. La diversificación de las fuentes de financiamiento a las inversiones y spread de riesgos más uniformes, reduce la exposición de las empresas a la inestabilidad del sistema financiero, estimulando así la capacidad de la economía para enfrentar shocks. El desarrollo de estos mercados evita la concentración de la intermediación financiera en los bancos.

Las instituciones bancarias por lo general prestan por períodos mucho más cortos que la madurez de los bonos a largo plazo, lo cual sesga las inversiones empresariales a activos de corto plazo. Como resultado, las organizaciones no pueden invertir adecuadamente en proyectos de largo plazo de infraestructura, servicios y otras industrias intensivas en capital. Una excesiva confianza en los bancos para financiar inversiones también deja a la economía vulnerable a crisis de créditos que típicamente siguen las crisis económicas, así como a los peligros del sector financiero. No obstante, es importante que el desarrollo de los mercados de acciones y bonos corporativos sea de forma balanceada, lo que maximizaría su contribución a la función de intermediación y de distribución de riesgos.

Los mercados accionarios facilitan el financiamiento de proyectos de elevado riesgo y elevados retornos, ayudando a contener los riesgos del sistema financiero global. El mercado de bonos corporativos, por su parte, se desarrolla sobre la base de un profundo mercado de deuda pública y la infraestructura ya creada como sostén de los valores gubernamentales. No obstante, la incorporación de elementos privados en el mercado, introduce un conjunto de nuevos retos. De ahí que la integridad y eficiencia del mismo dependa en lo fundamental de la transparencia de la información financiera y los precios. Los reguladores del mercado deben asegurar la divulgación precisa y oportuna de la información a los inversionistas, de manera que estos puedan evaluar correctamente la capacidad crediticia, el valor de las deudas y fundamentar correctamente sus decisiones de inversión (Karacadag et al, 2003).

La evolución de los mercados de acciones generalmente ha seguido un modelo de tránsito desde compañías privadas de pequeños grupos, por lo general familias, a corporaciones privadas de más amplio estándar con pocos accionistas, y posteriormente a grandes compañías con mayor cantidad de accionistas. Estos mercados requieren una estructura regulatoria fuerte y una infraestructura legal comprensible. Dado que los instrumentos accionarios se derivan de la propiedad privada, requiere de mecanismos eficientes para ejercer estos derechos de propiedad, así como permitir su transferencia. De no cumplirse dichas condiciones puede verse afectada la liquidez del mercado y el acceso de las empresas al financiamiento. (Karacadag et al, 2003).

Los mercados de acciones se han desarrollado tradicionalmente a través de mecanismos de bolsas de valores. En este sentido, se torna de gran relevancia el diseño de un sistema eficiente de compensación y liquidación de valores, dado que el riesgo de pérdida puede volverse enorme sobre todo con la presencia de los derivados.

Sin embargo, el desarrollo del mercado de acciones introduce dimensiones adicionales a los riesgos de mercado y de liquidez. El primer riesgo se encuentra relacionado con el valor en libro de un instrumento financiero y consiste en el riesgo de no realización en el mercado, causándole pérdidas a su poseedor. Este se exagera cuando existe concentración en la exposición al mercado. El segundo riesgo se relaciona con la capacidad de las instituciones para liquidar las acciones que posee con el objetivo de saldar sus obligaciones. Este riesgo se eleva cuando las instituciones se encuentran en una situación de presión a la baja de precios en el mercado.

Además, cuando se amplía el número de participantes en este mercado y su participación puede ser financiada por terceras partes, se introducen otros riesgos más complejos como los de liquidación y de contraparte.

El riesgo de liquidación consiste en la posibilidad de incurrir en pérdidas como consecuencia de que la contrapartida no cumpla, en el momento acordado, el compromiso asumido en la fase de contratación, de entregar el instrumento negociado o realizar su pago (Pellicer, 1992).

Entre las medidas e instrumentos que pueden ser utilizados por los hacedores de políticas para el manejo adecuado de los riesgos que implica el desarrollo de este mercado, pueden considerarse: el establecimiento de requerimientos de capital regulatorio, la supervisión de las condiciones financieras y un sistema de alerta temprana, la supervisión de los sistemas de liquidación y compensación, el establecimiento de restricciones a la exposición y concentración, así como la transparencia del mercado que garantice un adecuado proceso de determinación de los precios.

Por su parte el mercado de deuda corporativa involucra riesgos de créditos similares a los asumidos por los bancos, con la diferencia que estos últimos tienden a concentrar estos préstamos, mientras que los inversionistas de deuda corporativa son muy diversos.

Desarrollo del mercado de derivados.

El desarrollo de los mercados de derivados constituye uno de los elementos más complejos. Su campo de acción se extiende desde los derivados financieros interbancarios negociados en los mercados no organizados (over the counter) hasta los derivados financieros y los commodities negociados en las bolsas.

Los derivados y los mercados subyacentes presentan una relación de interdependencia, dado que los primeros requieren la existencia de un mercado líquido en productos subyacentes, a la vez que realzan la liquidez y formación de los precios de estos mercados. Por ejemplo, determinados derivados como los swaps de tasas de interés, swaps de divisas y los contratos forward, resultan fundamentales para el manejo y administración de los riesgos por parte de las instituciones financieras, fomentando la liquidez y la formación de precios en los mercados de valores subyacentes.

No obstante, la utilización de los derivados conlleva a tener en consideración otros riesgos, por lo general más complejos, cuyo manejo precisa de una infraestructura adicional así como nuevas capacidades para entenderlos y afrontarlos.

Dado que este mercado resulta el de mayor complejidad en el conjunto de los mercados financieros, el mismo debe iniciarse apoyado en el desarrollo del resto de los mercados y de los instrumentos financieros. Por tanto puede afirmarse que el mercado de derivados constituye el estadio superior en el desarrollo de los mercados financieros.

Lecciones para Cuba

La economía cubana en la actualidad se encuentra inmersa en un contexto de importantes y nuevas transformaciones. Las políticas macroeconómicas, como parte del. Los mercados

over the counter, también denominados mercados extrabursátiles, son aquellos donde se negocian instrumentos financieros fuera de los mercados organizados. En el mismo la negociación se realiza directamente entre las partes interesadas y no existe una infraestructura regulatoria. Son mercados propicios para aquellos agentes de gran solvencia que negocian volúmenes elevados.

El activo subyacente es la fuente de la que se deriva el valor de un instrumento derivado. En los mercados subyacentes se incluyen desde activos financieros como acciones, bonos, divisas y tipos de interés, hasta activos no financieros como los commodities. Los mismos, están orientadas a otorgarle mayor protagonismo a elementos financieros esenciales de la actividad económica. En este sentido se ha avanzado en cuanto a debates, propuestas de políticas e incluso se ha comenzado la implementación de algunos mercados financieros básicos.

Por una parte, se han dado ciertos avances en la implementación del mercado interbancario (mercado de dinero), fundamentalmente en cuanto a los aspectos legales con el establecimiento de normas¹⁰ referidas a la operatoria y elementos relacionados con el mecanismo de regulación de este.

Por otro lado, en el año 2014 se han ampliado las fuentes y formas de financiamiento del Presupuesto. Es así que el déficit público de este año se financió completamente mediante emisión de títulos públicos para ser adquiridos por los bancos comerciales y el Banco Central de Cuba, mientras que una parte de la deuda pública de 2013 se titulizó. Dichas acciones pueden denominarse como los primeros pasos para la formación de un mercado de deuda pública.

Por tanto, teniendo en cuenta los aspectos desarrollados anteriormente, los hacedores de políticas deben tener presente que para obtener beneficios del desarrollo de los mercados financieros es necesario tomar en consideración determinados aspectos:

- a. En la actualidad la inserción internacional de las economías subdesarrolladas, como es el caso de Cuba, precisa necesariamente de avances en los aspectos financieros, lo que adicionalmente influye en su desarrollo económico.
- b. El establecimiento de un orden jerárquico permite identificar el conjunto de acciones de políticas necesarias para que los mismos funcionen de manera eficiente y contribuyan de forma positiva a la economía. En este sentido la propuesta sobre la que se basa esta investigación permite alcanzar un desarrollo óptimo de estos mercados; no obstante, el orden planteado no es estricto, dado que podrían llevarse a cabo acciones simultáneas en los diferentes espacios.
- c. Los riesgos de cada mercado necesitan ser efectivamente administrados antes de que otros mercados se desarrollen y más riesgos sean introducidos en el sistema financiero. Esto implica que las políticas de fomento deben tener en cuenta que los mercados deben desarrollarse en la medida en que se dispongan de las herramientas de control y supervisión correspondientes.
- d. Es preciso contar con una infraestructura institucional sólida y que responda a los objetivos de las políticas financieras.

- e. Es necesario el establecimiento de un robusto sistema de pagos, liquidación y compensación que se adecue a cada etapa de desarrollo y que garantice la credibilidad de los agentes participantes.

De manera general, el desarrollo de mercados financieros domésticos reduce los riesgos asociados a la excesiva dependencia del capital extranjero, ya que podría lograrse el financiamiento de proyectos con moneda local e incluso con agentes nacionales sin que implique la utilización de capital externo.

En el caso particular de las políticas de fomento del mercado monetario en Cuba se deben considerar algunos aspectos relevantes que elevarían su efectividad y potenciarían su contribución a la economía:

- a. El uso de controles directos limita la competencia en el mercado, por lo que es recomendable ir disminuyendo poco a poco su utilización e ir transitando hacia instrumentos indirectos, lo que no implica una sustitución total entre ambos.
- b. El Banco Central de Cuba debe establecer un sistema de tasas de interés adecuado que incentive a los participantes del mercado a buscar una contraparte antes de transar con el prestamista de última instancia.
- c. Las acciones de políticas deben orientarse a fomentar la competencia en este mercado, de manera que la formación de las tasas de interés no se encuentre influenciada por los grupos dominantes y se logre una efectiva transmisión de la política monetaria.
- d. La utilización de operaciones de reporto constituye una fuente de financiamiento alternativa dado que permite que las entidades financieras no tengan que deshacerse de los valores en cartera y disminuye el riesgo de incumplimiento de la contraparte, por lo que resulta una operación factible para ganar en profundidad del mercado.

En el caso del mercado de deuda pública se deben tomar en consideración algunos aspectos que permitan ir desarrollando el mismo de forma organizada:

- a. Constituye un requisito de este mercado la creación de instrumentos de deuda pública. En un inicio estos pueden presentar poca variedad, pero a medida que se gane en experiencia deberán desarrollarse otros tipos de valores.
- b. El funcionamiento del mercado depende de la creación de una base de demandantes para los valores. Por lo general en las primeras etapas no se cuenta con una red amplia de inversores por lo que puede ser factible generar una demanda forzosa orientando a determinados agentes a invertir de forma obligatoria.
- c. Deben establecerse procedimientos de emisión de la deuda (mercado primario) que aseguren un adecuado grado de competencia y eficiencia
- d. Las acciones de políticas deben orientarse hacia el desarrollo de un mercado secundario de deuda pública líquido lo que permitirá la disminución futura de los costos de financiamiento del Estado.

A su vez, es preciso tener en cuenta las relaciones de interdependencia entre los dos mercados abordados anteriormente, pues el inadecuado funcionamiento de uno e incluso su

lento desarrollo, puede afectar el desempeño del otro. El mercado interbancario puede ganar en profundidad de contarse con gran disponibilidad de títulos públicos que funcionen como colaterales, mientras que estas operaciones en el mercado de dinero brindan mayor liquidez a dichos instrumentos de deuda. Por tanto, el desarrollo de ambos mercados podría implicar la adopción de acciones simultáneas que aseguren de manera conjunta su funcionamiento eficiente.

En resumen, el desarrollo de los mercados financieros contribuye positivamente al crecimiento económico, ya que permite una asignación eficiente de los recursos al interior de la misma. No obstante, constituye una condición necesaria que las políticas de fomento tomen en consideración la importancia de la secuencia de los mercados para alcanzar su óptimo funcionamiento, lo que hace necesario el establecimiento de prioridades entre las reformas financieras a aplicar. Adicionalmente, las autoridades financieras deben velar porque los elementos esenciales en la implementación de estos mercados sean los adecuados y contribuyan a la estabilidad macroeconómica. Estos aspectos resultan relevantes dada la necesidad de reordenamiento del entorno monetario cubano actual, por lo que deben considerarse en el diseño de políticas para las transformaciones económicas a realizar en nuestra economía.

Así como a los peligros del sector financiero. No obstante, es importante que el desarrollo de los mercados de acciones y bonos corporativos sea de forma balanceada, lo que maximizaría su contribución a la función de intermediación y de distribución de riesgos.

Los mercados accionarios facilitan el financiamiento de proyectos de elevado riesgo y elevados retornos, ayudando a contener los riesgos del sistema financiero global. El mercado de bonos corporativos, por su parte, se desarrolla sobre la base de un profundo mercado de deuda pública y la infraestructura ya creada como sostén de los valores gubernamentales.

No obstante, la incorporación de elementos privados en el mercado, introduce un conjunto de nuevos retos. De ahí que la integridad y eficiencia del mismo dependa en lo fundamental de la transparencia de la información financiera y los precios. Los reguladores del mercado deben asegurar la divulgación precisa y oportuna de la información a los inversionistas, de manera que estos puedan evaluar correctamente la capacidad crediticia, el valor de las deudas y fundamentar correctamente sus decisiones de inversión (Karacadag *et al*, 2003).

La evolución de los mercados de acciones generalmente ha seguido un modelo de tránsito desde compañías privadas de pequeños grupos, por lo general familias, a corporaciones privadas de más amplio estándar con pocos accionistas, y posteriormente a grandes compañías con mayor cantidad de accionistas. Estos mercados requieren una estructura regulatoria fuerte y una infraestructura legal comprensible. Dado que los instrumentos accionarios se derivan de la propiedad privada, requiere de mecanismos eficientes para ejercer estos derechos de propiedad, así como permitir su transferencia. De no cumplirse dichas condiciones puede verse afectada la liquidez del mercado y el acceso de las empresas al financiamiento. (Karacadag *et al*, 2003).

Los mercados de acciones se han desarrollado tradicionalmente a través de mecanismos de bolsas de valores. En este sentido, se torna de gran relevancia el diseño de un sistema

eficiente de compensación y liquidación de valores, dado que el riesgo de pérdida puede volverse enorme sobre todo con la presencia de los derivados.

Sin embargo, el desarrollo del mercado de acciones introduce dimensiones adicionales a los riesgos de mercado y de liquidez. El primer riesgo se encuentra relacionado con el valor en libro de un instrumento financiero y consiste en el riesgo de no realización en el mercado, causándole pérdidas a su poseedor. Este se exagera cuando existe concentración en la exposición al mercado. El segundo riesgo se relaciona con la capacidad de las instituciones para liquidar las acciones que posee con el objetivo de saldar sus obligaciones. Este riesgo se eleva cuando las instituciones se encuentran en una situación de presión a la baja de precios en el mercado.

Además, cuando se amplía el número de participantes en este mercado y su participación puede ser financiada por terceras partes, se introducen otros riesgos más complejos como los de liquidación y de contraparte.

El riesgo de liquidación consiste en la posibilidad de incurrir en pérdidas como consecuencia de que la contrapartida no cumpla, en el momento acordado, el compromiso asumido en la fase de contratación, de entregar el instrumento negociado o realizar su pago (Pellicer, 1992).

Entre las medidas e instrumentos que pueden ser utilizados por los hacedores de políticas para el manejo adecuado de los riesgos que implica el desarrollo de este mercado, pueden considerarse: el establecimiento de requerimientos de capital regulatorio, la supervisión de las condiciones financieras y un sistema de alerta temprana, la supervisión de los sistemas de liquidación y compensación, el establecimiento de restricciones a la exposición y concentración, así como la transparencia del mercado que garantice un adecuado proceso de determinación de los precios.

Por su parte el mercado de deuda corporativa involucra riesgos de créditos similares a los asumidos por los bancos, con la diferencia que estos últimos tienden a concentrar estos préstamos, mientras que los inversionistas de deuda corporativa son muy diversos.

Bibliografía

- BARBOZA, J. Mercados de capitales y deuda pública en la región. Notas Económicas Regionales (No. 1). Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano. 2007.
- CEFP, C. d. El papel del mercado bursátil en el crecimiento económico de México. 2010.
- CEPAL. De bancos a mercados de capitales: nuevas fuentes de financiamiento. En Financiamiento para el desarrollo: América Latina desde una perspectiva comparada (pág. Capítulo 5). (s.f.).
- GARAY, U. Los mercados de capitales con aplicaciones al mercado venezolano. Nota de Estudio N° 11. IESA. 2005.
- HERNÁNDEZ, G. Evolución histórica de la financiación del Déficit Público. ICE. 2005.
- KARACADAG, C., SUNDARARAJAN, V., & ELLIOTT, J. Managing Risks in Financial Market Development: The Role of Sequencing. IMF Working Paper. 2003.
- MINISTERIO DE HACIENDA. Estrategia para la implementación de un mercado de valores de deuda pública en la República Dominicana. República Dominicana. 2010.
- MISHKIN, F. Moneda, banca y mercados financieros. México: Pearson. 2008.
- PCC, P. C. Lineamientos de la Política Económica y Social del VI Congreso del Partido y la Revolución. La Habana. 2011.
- PELLICER, M. Los Mercados Financieros Organizados en España. Banco de España - Servicio de Estudios Económicos. 1992.
- TOVAR, N. B. La liquidez en los mercados financieros: repercusiones de la crisis crediticia. 2008.