



¿Qué son los mercados monetarios?

Son un medio para que prestamistas y prestatarios satisfagan sus necesidades de financiamiento a corto plazo

Randall Dodd

HASTA que afloraron los problemas durante la crisis financiera mundial, se daba por sentado que los mercados monetarios —o mercados de dinero— eran segmentos del sistema financiero poco complejos y de baja volatilidad.

Los mercados monetarios proveen a quienes tienen fondos —bancos, gestores de capital e inversionistas minoristas— un medio para efectuar inversiones seguras y líquidas a corto plazo y ofrecen a los prestatarios —bancos, operadores bursátiles, fondos de inversión libre (*hedge funds*) y empresas no financieras— acceso a dinero de bajo costo. El término mercado monetario abarca varios tipos de mercados, que difieren según las necesidades de prestamistas y prestatarios.

Una de las consecuencias de la crisis financiera ha sido que se centre la atención en las diferencias entre los diversos segmentos de estos mercados, porque algunos resultaron ser frágiles, mientras que otros mostraron buena capacidad de resistencia.

Para el corto plazo

Estos mercados se describen como “mercados monetarios” (o “mercados de dinero”) porque los activos que se compran y venden son de corto plazo —con vencimientos que oscilan entre un día y un año— y fácilmente convertibles en efectivo. Comprende mercados para instrumentos tales como cuentas bancarias, incluidos los certificados de depósito; préstamos interbancarios; fondos de inversión en el mercado monetario; papeles comerciales; letras del Tesoro, y préstamos de valores y acuerdos de venta con pacto de recompra (repos). Estos mercados constituyen una gran proporción del sistema financiero, y en Estados Unidos representan alrededor de un tercio de todo el crédito, según el informe sobre flujos de fondos que publica la Reserva Federal.

Esos instrumentos del mercado monetario, muchos de ellos títulos valores, difieren en cuanto a la forma de negociación, su tratamiento en la regulación financiera, y la medida en que el prestamista se basa en el valor de las garantías subyacentes más que en la evaluación de la solvencia del prestatario.

Los instrumentos del mercado monetario más conocidos son los depósitos bancarios, que no se consideran títulos valores, aun cuando los certificados de depósito a veces se negocian como tales. Los depositantes, que prestan dinero al banco, tienen en cuenta la solvencia de la institución, así como los programas públicos que garantizan los depósitos bancarios.

Los préstamos interbancarios no están respaldados por garantías en activos, de modo que el prestamista evalúa las probabilidades de repago exclusivamente en función de la solvencia del prestatario. El mercado interbancario más estrechamente observado opera en Inglaterra, donde la tasa interbancaria de oferta de Londres (LIBOR) se determina en forma diaria y representa el precio promedio al cual los principales bancos están dispuestos a otorgarse préstamos entre sí. Ese mercado no resultó ser una fuente fiable de financiamiento durante la crisis. Las tasas LIBOR subieron fuertemente en comparación con otras tasas del mercado monetario cuando se puso en duda la solvencia de los bancos. Además, el volumen de préstamos disminuyó significativamente porque los bancos debieron esforzarse por financiar los activos que tenían en cartera y estaban menos interesados en conceder nuevos préstamos. El crédito de emergencia otorgado por los bancos centrales contribuyó a compensar la contracción de esta fuente de financiamiento. Investigaciones recientes realizadas por las autoridades regulatorias también han puesto bajo la lupa la integridad del proceso de determinación de precios por el cual se define la tasa LIBOR.

Un papel comercial es un pagaré (deuda no garantizada) emitido por bancos de alta calificación y algunas grandes empresas no financieras. Como el instrumento no tiene garantía (no es más que una promesa de pago, de ahí su nombre), los inversionistas miran solo la capacidad crediticia del emisor para devolverles sus ahorros. Los papeles comerciales se emiten y negocian como los títulos valores, pero como por naturaleza son de corto plazo y no los compran los inversionistas minoristas, no están alcanzados por la mayoría de las normas sobre valores. En Estados Unidos, por ejemplo, se emiten con plazos de vencimiento de 1 a 270 días, en denominaciones consideradas demasiado altas para los inversionistas minoristas (generalmente, US\$1 millón pero a veces tan bajas como US\$10.000).

La inversión más segura

Las letras del Tesoro son valores emitidos por el gobierno con plazos de vencimiento inferiores a un año. Las letras del Tesoro de Estados Unidos, que se venden con un descuento respecto de su valor nominal y son objeto de un activo proceso de compraventa después de su emisión, son el instrumento más seguro para colocar ahorros a corto plazo. Los mercados son profundos y líquidos, y la negociación está cubierta por la legislación sobre

valores. Las letras del Tesoro de Estados Unidos no son solo instrumentos de ahorro, sino que también pueden utilizarse para liquidar transacciones, ya que se emiten en forma electrónica y pueden ser enviadas a través del sistema de pagos con igual facilidad que el dinero.

Los repos son un segmento grande e importante, pero más complejo, de los mercados monetarios. Ofrecen tasas de interés competitivas para tomar y otorgar préstamos a corto plazo, generalmente no más de dos semanas y a menudo de un día para el otro (*overnight*). El prestatario vende un título a cambio de efectivo y se obliga a recomprárselo al comprador (que de hecho es un prestamista) en una fecha dada y a un precio que refleje los intereses cobrados por tomar el préstamo durante ese período. El título objeto de la transacción sirve como garantía para el prestamista.

Además de posibilitar préstamos seguros a corto plazo en los mercados monetarios, los mercados de repos y otros préstamos de valores son cruciales para las ventas en descubierto, cuando el operador acuerda vender un título que no posee. Para obtener ese título, el vendedor debe entonces tomarlo en préstamo o comprarlo temporalmente mediante un repo. Cuando llega el momento de devolver el título al prestamista, el vendedor nuevamente debe comprarlo o pedirlo prestado. Si el precio ha caído, el vendedor en descubierto gana dinero con la transacción. Los fondos de inversión en el mercado monetario (FMM) son valores ofrecidos por empresas que invierten en otros instrumentos del mercado de dinero, como papeles comerciales, certificados de depósito, letras del tesoro y repos.

Los fondos del mercado monetario están regulados como compañías de inversión en Estados Unidos y en la Unión Europea. Ofrecen a los inversionistas minoristas e institucionales así como a las empresas un retorno de bajo riesgo sobre una inversión a corto plazo, y normalmente invierten en instrumentos líquidos, a corto plazo y de alta calificación. Si bien su precio no es fijo ni está garantizado, el fondo es gestionado de manera tal de mantener un valor patrimonial estable, generalmente US\$1 por acción, a diferencia de otros fondos que invierten en acciones o bonos y cuyo valor por acción varía diariamente. Si el valor de los activos subyacentes del fondo sube por encima de US\$1 por acción, la diferencia se paga en carácter de intereses. Hasta la crisis mundial, era casi impensado que un fondo del mercado monetario tuviera un valor neto inferior a US\$1 por acción, ya que en las pocas ocasiones en que algo así ocurrió los gestores del fondo usaron sus propios recursos para mantener el precio en ese nivel.

Pero durante la crisis financiera los FMM se vieron amenazados por pérdidas sobre los papeles comerciales y más tarde sobre pagarés emitidos por Lehman Brothers, la firma bursátil que quebró en septiembre de 2008. Como los FMM son actores de peso en otros mercados monetarios de gran significación, el gobierno de Estados Unidos actuó para impedir que una situación de pánico exacerbara la contracción del crédito. El Tesoro de Estados Unidos garantizó el capital y la Reserva Federal creó una facilidad de crédito especial para papeles comerciales con el fin de evitar que los inversionistas abandonaran los FMM.

Mercados disfuncionales

Otros sectores del mercado monetario son más complejos, como los de papeles comerciales respaldados por activos (PCRA) y ciertos repos tripartitos.

Una empresa cuyos activos financieros sean difíciles de vender (ilíquidos), como préstamos, hipotecas o cuentas por cobrar, puede entonces usar PCRA para tomar crédito a menor costo o retirar esos activos de su balance. Para ello crea una sociedad de gestión especializada (SPV) que compra los activos ilíquidos y financia la compra emitiendo PCRA, los cuales —a diferencia de los papeles comerciales estándar— están garantizados o “respaldados” por los activos subyacentes. Esos papeles comerciales pueden obtener una alta calificación crediticia si los activos la tienen y si la entidad cuenta con capital adecuado para cubrir pérdidas imprevistas sobre esos activos y líneas de crédito para hacer frente a necesidades de efectivo ante la dificultad de venderlos.

Algunos participantes del mercado de PCRA sufrieron problemas durante la crisis. Los emisores de papeles comerciales estándar —casi exclusivamente grandes empresas no financieras y bancos— presentan estados financieros trimestrales, que permitían a los inversionistas evaluar fácilmente su situación crediticia. En el caso de los PCRA, el riesgo de crédito dependía, entre otras cosas, de la forma en que estaba organizada la SPV, sus mecanismos de refuerzo del crédito, su respaldo de liquidez y el valor de los activos subyacentes, todo lo cual tiende a que estos instrumentos sean menos transparentes y más complejos que los papeles comerciales simples. En Estados Unidos, el mercado de PCRA se contrajo un 38% entre agosto y noviembre de 2008.

Eso afectó al mercado de FMM, que concentra más de un tercio de los papeles comerciales en circulación. Cuando los inversionistas comenzaron a retirar sus fondos, los FMM se retiraron rápidamente de los PCRA para pasarse a valores emitidos por el gobierno y los organismos públicos.

El mercado de repos tripartitos resultó ser mucho menos fiable que el de repos comunes para los valores del Tesoro y de organismos públicos. Este mercado está organizado en torno a uno o dos bancos compensadores que mantienen las garantías y transfieren su propiedad del prestatario al prestamista y viceversa cuando se paga el préstamo.

Su funcionamiento fue sacudido por el colapso de los mercados de títulos con respaldo hipotecario emitidos por el sector privado, que componían una gran proporción de las garantías de los repos tripartitos. Al caer el valor de mercado y la calificación crediticia de esos títulos y agotarse su negociación, el mercado sufrió un aumento de los aforos (el porcentaje en el cual el prestamista reduce el valor del título a los fines del margen de garantía) necesarios para compensar la volatilidad del mercado de deuda titulizado, además de la dificultad de asignar un precio a la garantía ante la falta de precios de mercado.

Juntas, las crisis del mercado de PCRA y del mercado de repos tripartitos propagaron los problemas de financiamiento a los bancos, las firmas bursátiles y los *hedge funds* que habían usado esos mercados monetarios para financiar inversiones. Hoy esos mercados se han contraído drásticamente. ■

Randall Dodd es Economista Financiero del Departamento del Tesoro de Estados Unidos.