



El abecé de los

Randall Dodd

LOS MERCADOS financieros son organismos complejos cuyas estructuras económicas e institucionales son esenciales para determinar, o “descubrir”, los precios y para dotar de orden y estabilidad a los mercados. La actual turbulencia financiera empezó en agosto de 2007, y desde entonces los tenedores de obligaciones de deuda garantizadas (CDO, por sus siglas en inglés) y algunos instrumentos derivados de alto riesgo han constatado la rapidez con que ciertos mercados pueden desestabilizarse o dejar de funcionar.

Básicamente, los mercados financieros son bursátiles o extrabursátiles, pero ciertos sistemas electrónicos recientes han difuminado esta distinción.

Mercados bursátiles

Las bolsas, ya sea de acciones o de derivados, nacen en los centros de negociación. La Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) es la más conocida. La Junta Comercial de Chicago, donde se negocian contratos a futuro desde 1851, se fusionó con su eterna rival, la Bolsa Mercantil de Chicago, para crear la mayor bolsa de derivados. En el mundo desarrollado y en desarrollo hay más de 100 bolsas de acciones y derivados.

Pero las bolsas además generan las reglas institucionales de negociación y los canales de información y de pago que posibilitan la ejecución y conclusión de las operaciones. En una bolsa se centralizan los precios de compra y venta de todos los participantes del mercado, los cuales pueden aceptar una determinada cotización o regatearla. El medio de comunicación puede ser la voz, un gesto o un mensaje electrónico. Cuando dos partes llegan a un acuerdo, el precio de la transacción se comunica a todo el mercado. Esto crea un terreno neutral en el que cada participante puede comprar o vender a los mismos precios que el resto, siempre que el operador respete las reglas.

Con la negociación electrónica las bolsas ya no tienen que ser lugares físicos. De hecho, muchas salas de operaciones tradicionales están cerrando, y las órdenes se comunican y ejecutan solo por medios electrónicos. La Bolsa de Valores de Londres y NASDAQ son completamente electrónicas, al igual que Eurex, el segundo mercado mundial de futuros. Muchas otras bolsas están eliminando los recintos físicos, pero por el momento siguen ofreciendo transacciones físicas y electrónicas. La NYSE avanza cada vez más hacia la negociación electrónica, y para ello adquirió el sistema electrónico Archipielago. Las bolsas de derivados como BM&F en Brasil y el grupo de la Junta Comercial de Chicago tienen pisos y también ofrecen negociación electrónica.

Mercados extrabursátiles

Los mercados extrabursátiles nunca han sido “lugares” sino más bien redes de negociación menos formales, pero a menudo bien organizadas, con uno o más operadores como eje. Los operadores son agentes creadores de mercado que cotizan los precios a los que están dispuestos a vender (oferta) o comprar (demanda) valores a otros operadores y a los clientes de estos. Los precios que cotizan a otros operadores no son necesariamente los mismos que ofrecen a los clientes, y tampoco todos los clientes reciben los mismos precios. Además, los operadores en un valor extrabursátil pueden retirarse del mercado y llevarse consigo la liquidez (la capacidad para comprar o vender un valor). En pocas palabras, los mercados extrabursátiles son menos transparentes y tienen menos reglas que las bolsas. Todos los valores y derivados involucrados en la actual crisis financiera se negociaron en mercados extrabursátiles.

Los operadores extrabursátiles comunican las cotizaciones de compra y venta y negocian los precios de transacción por teléfono y, cada vez con más frecuencia, por mensajes instantáneos, aunque el proceso a menudo se apoya en carteleras electrónicas en las que los operadores anuncian sus cotizaciones. La negociación telefónica, ya sea de cliente a operador o entre operadores, es bilateral porque solo dos participantes observan directamente las cotizaciones o la ejecución. El resto no conoce la transacción, aunque en algunos mercados con correderos agentes se divulgan los precios y el volumen de la transacción. Pero no todos tienen acceso a las pantallas de los operadores y no todos los participantes pueden ejecutar la operación a ese precio. La negociación bilateral suele ser muy automatizada, pero no constituye un mecanismo de bolsa porque el acceso no es igualitario ni universal.

Los mercados extrabursátiles tienen dos dimensiones básicas. En el *mercado de clientes*, la negociación bilateral ocurre entre los operadores y sus clientes, que pueden ser personas o fondos de inversión. En el *mercado de operadores*, los operadores se cotizan los precios entre sí y enseguida pueden trasladar a otros operadores algunos de los riesgos que asumen en sus negociaciones con clientes, como la adquisición de una posición excesiva en un determinado valor. Los operadores pueden estar conectados por teléfono con otros operadores o con sus principales clientes, de manera que un participante del mercado puede llamar a varios operadores sucesivamente y en pocos segundos. Un inversionista puede hacer varias llamadas para hacerse una idea del mercado desde el punto de vista del cliente. Pero los clientes no pueden penetrar el mercado entre operadores.

mercados extrabursátiles

Algunos mercados extrabursátiles, y en especial los segmentos entre operadores, cuentan con corredores de precios que ayudan a los participantes a ampliar su visión del mercado. Los operadores envían cotizaciones al corredor y este se encarga de difundirlas por teléfono. Los corredores suelen tener carteleras electrónicas para que sus clientes (los operadores) puedan presentar instantáneamente cotizaciones al resto de la red. Las carteleras muestran los precios de oferta, demanda y, a veces, de ejecución. Las pantallas de los corredores por lo general no están a disposición de los clientes finales, y por lo tanto estos no suelen estar al tanto de todas las variaciones de precios y los diferenciales en el mercado de operadores. A veces los operadores pueden negociar directamente en las pantallas, pero otras veces las pantallas son puramente informativas, y el operador tiene que recurrir a un corredor o llamar a otros operadores. Los operadores también pueden llamar al corredor y a otros operadores para anunciar y averiguar cotizaciones que no aparecen en la cartelera electrónica.

Los avances de las plataformas de negociación electrónica han transformado la negociación en muchos mercados extrabursátiles, y esto algunas veces ha hecho difusa la diferencia entre los mercados extrabursátiles tradicionales y las bolsas. A veces, una plataforma electrónica permite a los operadores y a ciertas otras personas cotizar y operar directamente en el sistema electrónico. Esto reproduce la negociación multilateral característica de las bolsas, pero solo para los participantes directos. A diferencia de las bolsas, en las que el acceso es universal, estos mecanismos electrónicos pueden diferenciar el trato a los participantes según el tamaño o el historial de crédito, por ejemplo. Además, la compensación y liquidación siguen siendo tareas del comprador y el vendedor, a diferencia de las transacciones bursátiles, de cuya intermediación y garantía se encarga la bolsa.

Los mercados extrabursátiles y la crisis financiera

La arquitectura de los mercados extrabursátiles ayuda a explicar por qué las obligaciones de deuda garantizadas (en las que el riesgo de los activos subyacentes se fracciona y se vende al detalle) y otros valores estructurados sufrieron problemas durante la actual crisis. Los derivados de crédito, efectos comerciales, bonos municipales y préstamos de educación titulizados también enfrentaron problemas. Todos estos se negocian en mercados

extrabursátiles, que gozaron de liquidez y funcionaron bien durante épocas normales, pero que sucumbieron a las perturbaciones de los mercados y se tornaron ilíquidos y disfuncionales. Esta situación ha tenido dos secuelas graves: la imposibilidad de valorar las tenencias y la imposibilidad de negociarlas.

Sin liquidez y orden en los mercados, el descubrimiento de los precios se traba y el proceso de valoración deja de ser fácil y fiable. Un problema constante para los bancos comerciales y las empresas de inversión es la dificultad de cumplir las normas de divulgación cuando no hay precios de mercado que permitan valorar las posiciones en activos y derivados. Además, a menudo tampoco hay precios de referencia (precios de activos similares a los que se quiere valorar). Así, los activos que solían valorarse según el mercado (o por lo menos según un precio de referencia comparable) ahora se

valoran según modelos con datos inadecuados. El mayor uso de estos métodos socava aún más la confianza del mercado porque los participantes dudan sobre el valor de las tenencias propias y ajenas.

Ante la contracción del financiamiento de sus balances y la tenencia excesiva de activos ilíquidos, los operadores se retiraron de los mercados. El súbito aumento de la volatilidad hizo que la creación de mercados se volviera particularmente peligrosa y cara. Con la retirada de los operadores cesó la negociación, sobre todo de obligaciones de deuda garantizadas, bonos municipales y derivados de crédito. Sin compradores, los inversionistas no podían deshacerse de las posiciones que les ocasionaban pérdidas, y tampoco podían venderlas para reforzar las garantías de los préstamos que financiaban esas tenencias. Así fue como la iliquidez de los mercados extrabursátiles profundizó y amplificó la crisis financiera.

Muchos de estos mercados no han vuelto a la normalidad. Los bancos centrales han inyectado fondos al mercado (liquidez de fondos), pero no pueden devolver a los participantes la voluntad para negociar (liquidez de mercado). Si las autoridades no mejoran la forma en que los operadores extrabursátiles crean mercado, podría pasar mucho tiempo hasta que la liquidez del mercado vuelva a los niveles previos a mediados de 2007. ■

Randall Dodd es Asesor del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.