

Mercados de liquidez y de deuda pública en Centroamérica

Elaborado por:

Catiana García Kilroy
Juan Antonio Ketterer Juanico
David Vegara Figueres

Octubre de 1999

Este documento es el resultado de una misión de dos semanas realizada por el Banco Interamericano de Desarrollo en Centroamérica y Panamá durante los meses de mayo y junio de 1999. Las opiniones contenidas en este documento son responsabilidad exclusiva de los autores y no comprometen de ningún modo al Banco Interamericano de Desarrollo. Los autores agradecen los comentarios realizados a este trabajo por el señor Mark Flaming, Especialista Financiero del BID, así como el apoyo brindado por las autoridades de cada uno de los países y por los diversos representantes del sector público y privado que se mencionan en el anexo II.

Mercados de liquidez y de deuda pública en Centroamérica

INDICE

I. Resumen ejecutivo

II. Introducción y objetivos

III. Diagnóstico

III.1 Factores de carácter estratégico para el desarrollo de los mercados de deuda pública

III.1.1. Deuda externa vs. Deuda interna

III.1.2. Estrategia de desarrollo del mercado secundario

III.1.3. El papel de las Instituciones públicas

III.1.4. Regularidad de las políticas de emisión de deuda

III.1.5. Envío de señales al mercado y coordinación entre la política monetaria y la gestión de la deuda pública

III.2. Factores institucionales o de organización del mercado de deuda pública

III.2.1. Articulación y eficiencia de los mercados de gestión de la liquidez

III.2.2. Participación en el mercado primario: efectos sobre el tipo de mercado

III.2.3. El diseño de los instrumentos de inversión colectiva

III.3. Factores de carácter operativo o de microestructura del mercado

III.3.1. Estandarización de las emisiones

III.3.2. Mecanismos de colocación en el mercado primario

III.3.3. Sistemas de negociación

III.3.4. Organización administrativa de los puestos de bolsa (back-office)

III.3.5. Sistemas de compensación y liquidación

III.4. Factores de carácter legal y de supervisión

III.4.1. Encaje de los reportos interbancarios

III.4.2. Realización de reportos por parte de los Bancos Centrales

III.4.3. Normativa prudencial para los intermediarios de valores

III.4.4. Armonización del marco jurídico del mercado de valores

III.5. Factores de carácter regional

III.5.1. Impedimentos de tipo administrativo para invertir en títulos extranjeros

III.5.2. Aspectos operativos que obstaculizan las negociaciones transfronterizas

IV. Propuestas o líneas de actuación

IV.1. Integración de los mercados de liquidez

- IV.1.1. Reforzar la eficiencia del mercado interbancario
- IV.1.2. Participación de los Bancos Centrales en los mercados interbancarios
- IV.1.3. Reportos con papel del Estado y del Banco Central en el mercado interbancario.
- IV.1.4. Operaciones a vencimiento en el mercado interbancario
- IV.1.5. Propuesta de agenda para la integración de los mercados de liquidez
- IV.1.6. Mercados de liquidez: organización y actividades

IV.2. Plan estratégico para el desarrollo del mercado primario de deuda pública

- IV.2.1. Diseño de los instrumentos
- IV.2.2. Definición de los mecanismos de emisión: Subastas
- IV.2.3. Restricciones al acceso directo a la subasta
- IV.2.4. Propuesta de agenda para el desarrollo del mercado primario de deuda pública
- IV.2.5. Mercado primario: organización y actividades

IV.3. Plan estratégico para el desarrollo del mercado secundario de deuda pública

- IV.3.1. Especialización de mercados secundarios según sus objetivos y participantes
- IV.3.2. Creación de esquemas de creadores de mercado privados
- IV.3.3. Compensación y liquidación de valores
- IV.3.4. Propuesta de agenda para el desarrollo del mercado secundario de deuda pública
- IV.3.5. Mercado secundario: organización y actividades

IV.4. Aspectos operativos de carácter regional

- IV.4.1. Propuesta de agenda para la definición de aspectos operativos comunes
- IV.4.2. Coordinación regional: organización y actividades

IV.5. Impulso a la inversión colectiva: Fondos de inversión

- IV.5.1. Propuesta de agenda para instrumentos de inversión colectiva
- IV.5.2. Instrumentos de inversión colectiva: organización y actividades

IV.6. Estándares de regulación y de supervisión

- IV.6.1. Estándares de regulación y supervisión para los mercados de deuda pública
 - IV.6.1.1. Estándares para la gestión del riesgo del mercado secundario.

IV.6.1.2. Estándares regulatorios par a el desarrollo de la liquidez local y la inversión transfronteriza

IV.6.2. Propuesta de agenda para la definición de estándares mínimos de regulación y supervisión

IV.6.3. Estándares de regulación y supervisión: organización y actividades

Anexos

A.I. Resumen de la situación actual por países y propuesta de Agenda

A.I. Resumen de la situación actual por países

A.I.1. Costa Rica

A.I.2. El Salvador

A.I.3. Guatemala

A.I.4. Honduras

A.I.5. Nicaragua

A.I.6. Panamá

A.II. Propuesta de agenda por países

A.II.1. Costa Rica

A.II.2. El Salvador

A.II.3. Guatemala

A.II.4. Honduras

A.II.5. Nicaragua

A.II.6. Panamá

A.II. Relación de profesionales entrevistados por la misión

I. Resumen Ejecutivo

I. Antecedentes

Uno de los aspectos fundamentales para explicar el desarrollo de los mercados de deuda pública de los países desarrollados ha sido la necesidad de crear un mercado de dinero eficiente. Los valores de deuda pública constituyen un instrumento ideal para la gestión de la liquidez del sistema financiero. El instrumento que articula el mercado de dinero y el mercado de deuda pública es el reporto.

El incipiente desarrollo de los mercados de deuda pública en Centroamérica confirma la misma tendencia que se ha observado en la historia reciente de otros mercados más desarrollados. Los primeros usuarios de la deuda pública son los intermediarios financieros para gestionar su liquidez. Esto se realiza a través de préstamos con títulos de deuda como colateral (reporto). Adicionalmente, el reporto es utilizado por los intermediarios de valores para financiar un inventario de deuda pública en sus carteras. Por otra parte, la figura del reporto tiene una gran utilidad para la política monetaria y para la gestión coyuntural de la liquidez del sistema por parte del Banco Central.

La gran diferencia de Centroamérica con otros mercados es que el desarrollo del mercado de secundario ha estado en manos fundamentalmente del sector privado. Esto ha tenido como consecuencia una menor relevancia del mercado local y una mayor dependencia de los mercados internacionales para la financiación del déficit.

II. Principios de articulación de las propuestas de este documento

Primer principio.

Necesidad de la participación conjunta del sector público y del sector privado en la estrategia de desarrollo del mercado de deuda pública.

El desarrollo del mercado secundario de deuda pública tiene tanto interés para el Estado como para el sector privado. Una estrategia de desarrollo del mercado debe ir acompañada de una visión conjunta del sector público y del sector privado. Adicionalmente, hay toda una serie de acciones imprescindibles para el mercado que sólo pueden ser desarrolladas desde el sector público. Estas acciones comprenden: políticas de emisión, criterios institucionales de organización del mercado, desarrollo de una infraestructura básica y establecimiento de un marco común de regulación y supervisión.

Segundo principio.

Importancia del mercado interno para financiar el déficit con ahorro interno o externo.

Desde hace varios años los países desarrollados han seguido una estrategia de sustitución de su deuda externa por deuda interna en moneda local, dado el riesgo del endeudamiento externo. La clave del éxito de esta estrategia ha sido la consistencia en sus políticas de emisión de deuda y el desarrollo de una infraestructura local eficiente y segura. Los países emergentes deberían aspirar al mismo objetivo. Es cierto que estos

últimos tienen restricciones que no aparecen en los mercados mencionados, sin embargo se debería trabajar en el desarrollo de una infraestructura local para incentivar que el ahorro extranjero esté dispuesto a financiar al Gobierno a través de la deuda interna emitida y negociada en los mercados locales.

Tercer principio.

La liquidez, clave del desarrollo del mercado de deuda pública

Los pilares del desarrollo del mercado de deuda pública por su contribución en la generación de liquidez son: (i) la estandarización entendida como una estrategia de emisión regular de títulos idénticos en número suficiente para crear mercado; (ii) el reporto como instrumento básico de gestión de la liquidez y de articulación del mercado de dinero y del mercado de secundario de deuda pública. El reporto debe ser entendido como toda la infraestructura de gestión de riesgo y operativa (custodia) que acompaña a este tipo de operación.

Una estrategia de desarrollo del mercado de deuda pública debería dar prioridad a todas aquellas acciones que eliminen las trabas a la gestión de la liquidez, las cuales proceden de una infraestructura deficiente y de la segmentación del mercado.

Cuarto principio.

La importancia de la diferenciación de mercados según sus funciones

Existen diversos tipos de mercados según sus funciones y los objetivos de sus participantes (mayorista, minorista, de dinero, centralizado, descentralizado). Cada uno de estos mercados tiene normas propias que le permiten funcionar eficientemente y que no son necesariamente válidas para los demás. Tan nociva es para el desarrollo del mercado de deuda pública la imposibilidad de realizar arbitrajes entre los diferentes mercados, como el hecho de que mercados de naturaleza muy distinta (minoristas, mayoristas, de dinero, de inversión) se encuentren mezclados con reglas de funcionamiento y participantes que les son ajenos.

Quinto principio.

La estrategia de integración regional adopta un enfoque de mejora de la liquidez/eficiencia local de cada mercado de forma coordinada con el resto de la región

La adopción de estructuras de mercado regionales es una estrategia que en la actualidad sería poco pragmática y de dudoso éxito. La idiosincrasia de cada país hace que sea preferible abordar la integración mediante una estrategia de desarrollo autónomo de cada uno de los mercados locales, sin perder de vista la armonización de aquellos aspectos que facilitan la inversión de capitales extranjeros. Además, esto permitiría fortalecer la industria local del mercado de valores, así como desarrollar mercados de deuda interna en países en los que ésta es casi inexistente. El enfoque que propone este documento es fortalecer las infraestructuras locales y eliminar las trabas operativas para que se produzcan operaciones transfronterizas a través de las infraestructuras locales.

III. Diagnóstico

Se han clasificado los diferentes problemas observados en la región centroamericana en función de la viabilidad práctica de que sean resueltos, dependiendo de sus implicaciones sobre decisiones estratégicas de la política económica, sobre la estructura del mercado, sobre el marco legal o sobre convenciones del mercado.

Factores estratégicos.

Estos factores dependen de decisiones de las autoridades políticas de cada país y tienen, en la mayoría de los casos, consecuencias de tipo estructural que escapan del ámbito de los mercados de deuda pública. El objetivo de señalarlas es subrayar la importancia de determinadas decisiones de tipo político sobre el desarrollo del mercado de deuda pública y apuntar algunas de sus consecuencias. Esta perspectiva permitirá analizar en su contexto los obstáculos para el desarrollo del mercado de valores de la región, así como valorar la viabilidad de las soluciones y el potencial de desarrollo del mercado de valores de cada país.

Los factores estratégicos identificados son los siguientes:

(i) El énfasis de la financiación por medio de deuda externa en vez de interna.

Esta circunstancia, originada por restricciones de diverso tipo, tiene como principal consecuencia un escaso desarrollo de la infraestructura local del mercado para canalizar tanto el ahorro interno como el externo para financiar la deuda interna. El escaso desarrollo de la infraestructura local reduce el margen de maniobra de las autoridades para decidir sobre su política de financiamiento (en moneda local o en divisa). La menor liquidez y eficiencia de los mercados locales tiene un coste para el mercado que se refleja en mayores primas de emisión. Como consecuencia, en el corto plazo el endeudamiento externo tiene mayores ventajas que el endeudamiento interno. La contrapartida de la preferencia por el endeudamiento externo es que disminuye el potencial de desarrollo del mercado interno de deuda.

(ii) Escasa atención al desarrollo del mercado secundario como parte de la estrategia de emisión

El desarrollo del mercado secundario debe ser contemplado como parte integral de la estrategia de emisión de deuda pública, y no como una responsabilidad exclusiva del sector privado. La existencia de un mercado líquido, eficiente y seguro contribuye a abaratar los costos de emisión y a aumentar el potencial del volumen de colocaciones y su plazo. En la región centroamericana, generalmente, sólo las emisiones de deuda externa van acompañadas de elementos que facilitan su negociación en el mercado secundario, tales como el diseño de los títulos, la estandarización, las facilidades de liquidación de las transacciones, etc.

(iii) Excesivo peso de las instituciones públicas en la financiación de la deuda interna

En casi todos los países de la región las circunstancias históricas han llevado a que una buena parte de la deuda interna esté en manos de instituciones públicas. Adicionalmente, esta deuda se encuentra colocada en instrumentos con características que dificultan su negociación en el mercado. Esto disminuye el potencial de crecimiento del mercado. La colocación de deuda pública entre las instituciones públicas con características idénticas a las que se colocan al resto del mercado, aunque las tasas fueran negociadas de forma diferente, contribuiría a aumentar la liquidez del mercado.

(iv) Irregularidad en las políticas de emisión

Una estrategia de desarrollo de un mercado interno de deuda debe ir asociada a un compromiso de presencia regular. En caso contrario, los intermediarios e inversores potenciales buscarán otras opciones de inversión. La aparición esporádica e imprevisible de emisiones de deuda en el mercado tenderá a ser penalizada en precio por la mayor iliquidez de éstas y por los costes de la incertidumbre.

(v) Problemas de coordinación entre la política monetaria y la gestión del déficit público

En la mayor parte de los países de la región existen problemas estructurales que dificultan la autonomía entre las señales de política monetaria y las relativas a la financiación del déficit público. En algunos países el único emisor es el Banco Central por razones de credibilidad ante el mercado; en otros las pérdidas cuasifiscales del Banco Central contraídas en el pasado lo convierten en un drenador permanente de liquidez que compite por los mismos fondos que el Ministerio de Hacienda. Esta situación, de difícil solución, debe ser considerada en las estrategias de diseño de los mercados de deuda pública.

Factores institucionales

Estos factores dependen de la distribución de las responsabilidades entre las diferentes entidades participantes en el mercado. En los mercados desarrollados existe una serie de pautas que podrían servir de modelo para diseñar una organización institucional del mercado apropiada para los países de la región.

(i) Escasa articulación entre los mercados de gestión de la liquidez

En todos los países de la región existe un mercado informal de liquidez de préstamos interbancarios sin colateral con escasa difusión de información. Las operaciones de préstamos entre bancos con colateral (reportos) se realizan en las bolsas de valores por medio de los puestos de bolsa. Entre los problemas detectados se encuentran: i) una escasa articulación, y por tanto dificultades para arbitrar, entre los mercados interbancarios y los bursátiles; ii) problemas de eficiencia en la gestión de la liquidez a través de las bolsas de valores por la participación conjunta de bancos e inversionistas pequeños, lo cual ha llevado en algunos países a la constitución de mercados interbancarios electrónicos fuera de las bolsas; iii) dificultades para el Banco Central en el monitoreo y gestión de la liquidez del sistema financiero ya que su principal fuente de información son las operaciones bursátiles.

(ii) Participantes en el mercado primario no tienen obligaciones de crear mercado secundario

La selección de quiénes participan en el mercado primario y de cuáles son sus responsabilidades debe ser una de las piezas fundamentales en la estrategia de diseño institucional del mercado de deuda pública. La selección de los participantes debe ser realizada en función de objetivos de dispersión de la tenencia de la deuda y del desarrollo del mercado secundario. En la mayor parte de los mercados de la región hay una preferencia por la participación de los puestos de bolsa. Sin embargo, este privilegio no tiene como contrapartida la obligación de contribuir al desarrollo del mercado secundario, lo cual podría beneficiar al Gobierno porque contribuye a disminuir la prima por liquidez.

(iii) Escasa armonización de las normas prudenciales y de las características de los instrumentos de inversión colectiva

En todos los países de la región existen instrumentos de captación del ahorro que tienen en común encontrarse fuera del balance de la entidad que los administra (fondos de inversión y de pensiones, fideicomisos, comisiones de confianza, etc.). Los instrumentos de inversión colectiva han sido el motor del desarrollo en los mercados de países industrializados. En la región centroamericana, estos instrumentos que tienen como principal característica que el riesgo de la inversión es asumido por el inversionista y no por el tercero que la administra, no presentan normas de protección del público homogéneas. Esta situación permite arbitrajes regulatorios potencialmente perjudiciales para los inversionistas, lo cual podría en el futuro desacreditar una figura de gran importancia para el desarrollo del mercado.

Factores de microestructura del mercado

Estos aspectos se derivan de prácticas de carácter técnico que ya han sido ampliamente probadas en mercados desarrollados. La dificultad en la aplicación de estas prácticas es puramente técnica y no afecta a la configuración del mercado que cada país quiera tener.

(i) Escasa estandarización de las emisiones de deuda

El desarrollo del mercado secundario sólo es posible si existe suficiente masa de títulos idénticos en circulación susceptibles de ser negociados. El diseño de estos títulos debe ser muy sencillo, de forma que sean fácilmente negociables y que puedan ser transformados por los intermediarios de acuerdo con las necesidades de sus clientes. En la región, sólo Costa Rica para el corto plazo ha iniciado una política de estandarización de la deuda pública.

(ii) Problemas en la organización de los sistemas de negociación de mercado secundario

Los sistemas de negociación han sido desarrollados para mercados con escasa liquidez, con títulos sin estandarizar y con pocas consideraciones a los riesgos de contraparte. Una mayor claridad en la organización institucional de cada tipo de mercado (mayorista y minorista) en el sentido señalado anteriormente, debería ser acompañada de un cambio en los sistemas de negociación que facilitara el desarrollo de la liquidez y, por tanto, la formación transparente de los precios.

(iii) Deficiencias en la organización administrativa (back-office) de los intermediarios

Algunas de las prácticas administrativas de los puestos de bolsa podrían presentar problemas de tipo jurídico y operativo en situaciones de iliquidez del mercado. Entre los problemas más importantes se encuentran: i) una insuficiente segregación de cuentas de clientes y del intermediario, tanto para valores como para el efectivo; ii) escasos controles sobre los archivos de órdenes de inversión. Estas prácticas, en algunos casos, son el resultado de deficiencias existentes en otros campos del sistema financiero como el sistema de pagos o el sistema de liquidación de valores. Sin embargo, sería importante planificar su corrección, ya que podrían entorpecer el crecimiento del mercado y conducir a situaciones de pérdida de credibilidad en los intermediarios.

(iv) Deficiencias en los sistemas de compensación y liquidación de valores

Los actuales sistemas de compensación y liquidación de valores son adecuados para un mercado en el que predominan las operaciones de mercado primario como ocurre en la actualidad en la mayor parte de los mercados de la región. Sin embargo, estos sistemas presentan problemas serios para el mercado secundario que se pretende desarrollar. Entre los problemas más importantes se encuentran i) dificultades en la coordinación entre la entrega de valores y su pago; ii) inexistencia de mecanismos de gestión del riesgo de contraparte y del riesgo sistémico; iii) falta de claridad sobre el respaldo jurídico de la propiedad de los valores durante el ciclo de liquidación en situaciones de crisis (intervenciones, quiebras).

Factores de carácter legal y de supervisión

(i) Encaje de los reportos interbancarios

El reporto es un tipo de operación utilizado de forma mayoritaria tanto en mercados desarrollados como en la región centroamericana para la gestión de la liquidez del sistema financiero. Desde esta función constituye el primer paso para el desarrollo de los mercados secundarios de deuda pública, ya que el subyacente más generalizado de los reportos es la deuda pública por su bajo riesgo. La penalización de la figura del reporto interbancario mediante su encaje disminuye el potencial de esta figura para apoyar el desarrollo de mercados de dinero eficientes.

(ii) Prohibición de que el Banco Central realice operaciones de reporto

En algunos países se prohíbe que el Banco Central realice operaciones de reporto por considerarse que está financiando indirectamente al Ministerio de Hacienda. Esta prohibición limita la posibilidad de que el Banco Central participe en el mercado para regular la liquidez del sistema a través de una figura que ha tenido mucha importancia en mercados más desarrollados.

(iii) Escasa normativa prudencial para los intermediarios de valores

El predominio del mercado primario en la región ha tenido como consecuencia una menor atención sobre los aspectos de normativa prudencial de los intermediarios, los cuales son de mayor importancia en los mercados secundarios. Estas normas, referidas fundamentalmente a requisitos patrimoniales proporcionales a los riesgos asumidos, deberán implementarse a medida que se desarrollen los mercados secundarios en la región.

Factores de carácter regional

Los problemas de tipo regional se refieren a normas administrativas u operativas que dificultan la realización de inversiones entre países de la región. Estas dificultades se han puesto de manifiesto sobre todo en los tres últimos años con el crecimiento de las inversiones transfronterizas entre los países de la región.

(i) Impedimentos de tipo administrativo

Estos se refieren a las normas que impiden o dificultan la negociación y la tenencia de títulos de deuda pública del resto de los países de la región. No existen las mismas limitaciones en todos los países. Aunque ésta es una decisión que tiene que ver con la estrategia de gestión del riesgo de las autoridades de cada país, debería valorarse el efecto positivo sobre la liquidez de la deuda de cada país que podría tener un mercado con proyección regional.

(ii) Dificultades operativas para invertir regionalmente

Estos factores son muy sencillos de resolver y supondrían un gran avance para estimular la inversión regional. Se refieren sobre todo a convenciones o prácticas del mercado que podrían uniformarse en la región tratando de equipararse a las

convenciones seguidas en los mercados internacionales. Entre los elementos más importantes se encuentran: i) diferencias en las convenciones de valoración de los títulos; ii) diferencias en la forma de presentación de los títulos (neto, bruto, cupones, etc.); iii) escasa claridad sobre procedimientos de liquidación; iv) dificultades para acceder a la información de precios del mercado primario o secundario por parte de extranjeros.

IV. Líneas de acción

La propuesta organiza el trabajo con un esquema de tipo conceptual con el fin de presentar con mayor claridad la lógica que articula el plan de acción. En este plan se podrán diferenciar acciones de tipo estratégico, cuyo objetivo es dar a las autoridades algunos elementos que apoyen sus decisiones, y acciones de tipo institucional y operativo. Estas últimas son las que mayor apoyo necesitan por su carácter técnico.

Integración de los mercados de liquidez

Esta acción permitirá sentar las bases para un funcionamiento más eficiente de la gestión de la liquidez del sector financiero, un mejor monitoreo por parte del Banco Central de la liquidez del sistema, una mejor transmisión de las señales de política monetaria y un mayor desarrollo del mercado secundario de deuda pública.

El punto de partida de esta línea de acción es la *mejora en la eficiencia de los mercados interbancarios*.

Esta acción se refiere a mejoras en su organización institucional y operativa, lo cual incluye una: i) revisión de la función del mercado interbancario en cada país y de las operaciones que se realizan en él (préstamos, reportos, compraventas de deuda pública); ii) el papel del Banco Central en estos mercados como usuario (operaciones de mercado abierto y gestión de la liquidez) y como supervisor; iii) la articulación del interbancario con otros mecanismos de gestión de la liquidez tales como la bolsa y el sistema de pagos; iv) las normas operativas y convenciones para el funcionamiento de este mercado; y v) el desarrollo de un software básico de negociación en este mercado.

La principal *contraparte* de esta línea de acción debería ser el *Banco Central* de cada país.

Plan estratégico para el mercado primario de deuda pública

El principal objetivo de esta acción es establecer las condiciones del mercado primario que permitan el desarrollo de un mercado secundario de deuda pública, el cual en última instancia debería tener como consecuencia un abaratamiento de los costos de emisión por la menor prima de liquidez. Esta estrategia se centraría en la deuda de corto plazo.

Los dos elementos más importantes de esta estrategia son: i) el diseño de instrumentos estandarizados; y ii) la organización de las colocaciones en términos de su periodicidad, mecanismo (subasta, ventanilla), reglas, y participantes (intermediarios calificados o público en general).

Las principales *contrapartes* debería ser el *Ministerio de Hacienda y el Banco Central* de cada país.

Plan estratégico para el mercado secundario de deuda pública

Esta acción estaría muy relacionada con la integración de los mercados de liquidez, ya que el mercado secundario de deuda y el mercado de liquidez se encuentran articulados a través de la figura del reporto.

Al igual que en la acción anteriormente mencionada de integración de los mercados de liquidez, se trata de realizar mejoras en la organización institucional y operativa del mercado de deuda pública que incluyan: i) la especialización de los mercados secundarios según sus funciones y participantes (mayoristas y minoristas); ii) el diseño e implementación de esquemas para incentivar la liquidez del mercado como los creadores de mercado; iii) el establecimiento de esquemas de negociación de mercado secundario (compraventas y reportos) que faciliten la transparencia en la formación de precios; iv) el diseño y desarrollo de un software básico de negociación de mercado de valores; v) el diseño de un esquema institucional básico de custodia y de compensación y liquidación de valores.

Las principales *contrapartes* debería ser el *Ministerio de Hacienda, el Banco Central y las bolsas de valores* de cada país.

Coordinación operativa de carácter regional

Estos temas se refieren a convenciones o acciones de tipo operativo que tiene como objetivo facilitar desde un punto de vista muy pragmático las operaciones entre países. Esto no significa que no se proponga la coordinación en los temas de carácter más estratégico e institucional que se han mencionado en los puntos anteriores.

Los aspectos que se propone coordinar son (a) las convenciones de valoración de los instrumentos negociados; (b) la difusión a través de una página web de información relevante de cada mercado de la región sobre la base de un formato estándar; (c) la elaboración de índices nacionales y regionales de deuda pública.

Las principales *contrapartes* deberían ser el *Ministerio de Hacienda y el Banco Central*.

Impulso y coordinación en la inversión colectiva: fondos de inversión

Con el fin de evitar arbitrajes regulatorios nocivos para los fondos de inversión se propone coordinar en el ámbito regional la organización institucional de los fondos de inversión y de pensiones, así como la normativa básica de regulación y supervisión de esta figura de inversión colectiva.

La *contraparte* más importante sería el *regulador y supervisor del mercado de valores*.

Coordinación de estándares de regulación y supervisión

Se trata de iniciar cierta coordinación regional que vaya preparando a cada país para los riesgos que aparecerán con un mercado secundario más desarrollado. Entre los temas identificados más importantes se encuentran: i) la elaboración de normas-marco sobre la

gestión del riesgo sistémico del mercado secundario; ii) la elaboración de normas-marco y manual de auditoría sobre la organización operativa de los intermediarios bursátiles; iii) la coordinación de normas que permitan la inversión y negociación de deuda pública de la región; iv) el establecimiento de un criterio homogéneo sobre las normas que impiden la participación del Banco Central en el mercado de reportos y sobre el encaje de estas operaciones cuando son realizadas para préstamos interbancarios.

Las *contrapartes* debería ser el *Ministerio de Hacienda, el Banco Central y el Supervisor del Mercado*.

II. Introducción y objetivos

Este documento es el resultado de una misión de dos semanas realizada durante los meses de mayo y junio de 1999 por los países de la región centroamericana y Panamá. El punto de partida de la misión fue el interés conjunto mostrado por el Banco Interamericano de Desarrollo y el Consejo Monetario Centroamericano por investigar las opciones de apoyo a la integración y desarrollo de los mercados de deuda pública de la región.

El objetivo de la misión fue realizar un primer diagnóstico de la situación de cada uno de los mercados de la región con el fin de identificar los principales problemas, tanto en el sector público como en el sector privado, que podrían dificultar el proceso de integración regional que se está dando en la actualidad. El diagnóstico va acompañado de una propuesta de líneas de acción que son el resultado del diagnóstico y de las discusiones realizadas con los representantes de los diferentes sectores vinculados al mercado de valores de cada país.

Dada la variedad de grados de desarrollo y de opciones de organización de los mercados de la región, se ha realizado una propuesta de líneas de acción que abarca el conjunto de los problemas detectados en todos los países analizados. Se pretende que en una segunda misión las autoridades de cada país determinen aquellos aspectos del plan de acción que consideran de mayor interés y viabilidad para su mercado.

Este documento está organizado de la siguiente forma. En primer lugar, se realiza un diagnóstico de la situación actual de los mercados de deuda pública de la región desde una perspectiva general. Los problemas detectados se han dividido según sus implicaciones y la viabilidad de sus soluciones en cinco tipos: estratégicos, institucionales, operativos, legales y de normativa local que afectan directamente a la inversión regional.

En segundo lugar, se propone un conjunto de seis líneas de acción, las cuales se organizan alrededor de los conceptos básicos de organización de los mercados de deuda pública que se encuentran en mercados más desarrollados: integración de los mercados de liquidez, estrategia coordinada de desarrollo del mercado primario y secundario de deuda pública, apoyo a la inversión colectiva y armonización básica de aspectos operativos y regulatorios en la región. Cada una de estas líneas de acción contiene una

explicación de su relevancia para el desarrollo del mercado y una propuesta de aplicación con una agenda de temas y sus respectivas actividades.

Las propuestas de actuación responden, como ya se ha comentado, a una perspectiva general y, cuando es posible, se intentan abordar desde una visión regional. Sin embargo la situación de los países analizados difiere significativamente, por lo que en el Anexo I, después de exponer brevemente las características principales de los mercados de cada uno de los países analizados, se realiza una propuesta de agenda de trabajo que recoge las iniciativas e intereses detectados hasta ahora en cada país.

III. Diagnóstico

En los mercados financieros más desarrollados, uno de los aspectos fundamentales para explicar el desarrollo del mercado secundario de deuda pública ha sido su relevancia para la gestión de la liquidez de corto plazo de las entidades financieras. Esto ha permitido ir aumentando la liquidez de los títulos de más largo plazo con el consiguiente efecto beneficioso sobre la participación de la inversión de largo plazo en el mercado de valores. El elevado volumen de los mercados de dinero y las consecuencias de su comportamiento sobre la liquidez del sistema financiero hacen que estos mercados sean de gran importancia estratégica para la implementación de la política monetaria y la gestión del riesgo del sistema.

La relación entre los mercados de deuda y los mercados de dinero se basa en la necesidad de realizar operaciones de préstamo garantizadas o colateralizadas. Para este fin se ha creado la figura del reporto. Los títulos garantes, subyacentes a los reportos, deben, a su vez, ser suficientemente líquidos para que, en caso de problemas, el acreedor pueda recuperar el principal del préstamo. Lógicamente, cuanto más fácil sea hacer líquida la garantía, menor será la prima de riesgo implícita en la tasa del préstamo. Adicionalmente, la instrumentación de la garantía debe ser cuanto más sólida posible y en este contexto los instrumentos emitidos por el Estado juegan un papel fundamental. En consecuencia, el desarrollo de un mercado de deuda pública a largo plazo y la eficiencia del mercado dinero están íntimamente relacionados a través de la figura del reporto. Sin la existencia de un mercado de dinero, basado en uno de reportos suficientemente ágil y eficiente, difícilmente se podrá esperar que se desarrolle el mercado de deuda pública a más largo plazo.

Centroamérica no es una excepción a esta regla. Las diferentes iniciativas de los gobiernos y los Bancos Centrales en la emisión de deuda han tenido como efecto que los intermediarios financieros comenzaran a utilizarlos, en primer lugar, como instrumentos para gestionar su liquidez a través de préstamos con títulos como colateral y, en segundo lugar, como oportunidad de negocio para intermediar el ahorro del público.

La principal diferencia de los mercados centroamericanos con respecto a los mercados desarrollados es que el sector público ha tenido muy poca participación en la organización del mercado de valores. Este ha sido impulsado sobre todo por el sector privado a través de las bolsas de valores.

A continuación se expondrán los temas que han determinado el grado de desarrollo actual de los mercados de la región. En este contexto se pondrá un énfasis especial en aquellos aspectos (institucionales y operativos) en los que una mayor participación del sector público permitiría que el sector privado se desarrollara en condiciones de mayor eficiencia tanto en el ámbito local como regional.

Es importante señalar que este diagnóstico no entra a valorar la conveniencia de la constitución de estructuras de mercado regionales o la adopción de políticas comunes de emisión de deuda pública. La hipótesis de trabajo que se propone consiste en que la integración de los mercados de deuda pública de la región debe abordarse desde una doble perspectiva: (i) promover una mayor eficiencia en cada uno de los mercados locales; y (ii) fomentar la armonización de la microestructura (aspectos operativos) de los mercados locales con los mercados internacionales. Este último aspecto asume que una valoración positiva de la estabilidad y potencial de crecimiento de la región centroamericana no es suficiente para atraer grandes volúmenes de inversión extranjera. La competencia con otros mercados emergentes por la atracción de inversiones pasa por un esfuerzo por cumplir con estándares operativos y de infraestructura similares a los de los mercados internacionales. El presente capítulo adopta una perspectiva general. El lector puede referirse al Anexo I para un breve resumen sobre la situación en cada uno de los países analizados.

III.1. Factores de carácter estratégico para el desarrollo del mercado de deuda pública

En el contexto de este documento, entendemos como aspectos estratégicos del desarrollo del mercado de deuda aquellos que tienen relación con:

- i) La emisión de deuda externa frente a deuda interna
- ii) El papel que el desarrollo del mercado secundario juega en las políticas públicas
- iii) El papel de las instituciones públicas superavitarias como compradoras de papel público
- iv) La regularidad de las políticas de emisión de deuda pública
- v) La coordinación entre la política monetaria y la gestión de la deuda pública

Los temas anteriores definen el potencial de desarrollo del mercado de deuda pública en cada país. Se han agrupado de forma separada porque las acciones que se tomen en torno a ellos tienen implicaciones que van más allá del desarrollo del mercado de deuda y que dependen de decisiones de tipo estratégico sobre la organización de la economía que cada país decida adoptar. Sin embargo, consideramos que es importante que, independientemente de las decisiones que cada país adopte, se tome conciencia de las consecuencias de estos temas sobre el desarrollo del mercado de deuda. Esto puede ayudar a comprender algunos de los problemas de tipo institucional y operativo que encontramos en la organización de los mercados y, en consecuencia, ser un apoyo para tomar determinadas decisiones de tipo estratégico sobre el papel de las políticas públicas en la organización del mercado de deuda pública. En este sentido, las acciones propuestas en este campo (véase el Capítulo IV) se centrarán en un apoyo técnico para

la toma de decisiones en función de los objetivos declarados por las autoridades de cada país.

A continuación se resumen brevemente los aspectos estratégicos identificados:

III.1.1. Deuda externa versus deuda interna

Las circunstancias históricas de la mayor parte de los países analizados han determinado que sus necesidades de financiación se hayan cubierto mayoritariamente con deuda bilateral o procedente de organismos multilaterales (véase Tabla 1). Ello ha tenido dos consecuencias. En primer lugar, la ausencia de necesidad de apelación al ahorro interno y, en consecuencia, la escasa utilización de los mercados nacionales, lo que ha limitado el desarrollo de una infraestructura financiera interna capaz de absorber las necesidades de financiación del Estado.

En segundo lugar, en las ocasiones en las que ha sido necesario apelar al mercado, ha resultado más sencilla y menos costosa la emisión en mercados internacionales, pues la infraestructura interna era limitada. La emisión en el extranjero no sólo somete los flujos de caja futuros al riesgo cambiario, sino que expone al país a una mayor influencia de crisis ajenas, tal y como se ha visto recientemente en los mercados asiáticos y latinoamericanos.

En definitiva, el impacto de la preferencia de las emisiones externas sobre las internas puede resumirse de la siguiente forma: (i) disminuye el volumen de las emisiones internas y, por tanto, limita las posibilidades de desarrollo de un mercado interno líquido, lo cual podría tener incidencia sobre el costo del financiamiento; (ii) no estimula el desarrollo de una infraestructura financiera local capaz de atraer la inversión extranjera hacia instrumentos de deuda pública en moneda local sin tener que emitir con primas excesivas.

Adicionalmente, debe comentarse que, en general, el acceso a la financiación en los mercados exteriores (euromercados) suele realizarse de acuerdo a las exigencias de los inversionistas internacionales: emisiones estandarizadas de un cierto volumen y que cumplan ciertos mínimos en cuanto a mecanismos de liquidación. Paradójicamente, no ocurre lo mismo con las emisiones internas: exceptuando algunos casos (TP0s en Costa Rica) las emisiones no suelen estar estandarizadas y el acceso al mercado no es regular (véase sección III.4.).

Encontramos, por tanto, un conjunto de mercados de deuda interna con características diametralmente opuestas a aquellas que cada uno de los países analizados está dispuesto a seguir acepta en los mercados internacionales.

Los comentarios realizados no deben entenderse como un juicio de valor sobre las decisiones del tipo de financiación del déficit que tiene cada uno de los países analizados. Sólo se pretende subrayar que, dadas unas necesidades de financiamiento del déficit público, una política de emisión de deuda interna acompañada de medidas que equiparen las condiciones de emisión externas a las internas podría dar un mayor margen de decisión a los Gobiernos sobre el tipo de financiamiento al que optar. Una

mejor infraestructura supondría un estímulo para que la inversión extranjera adquiriera deuda interna con los consiguientes beneficios para el riesgo cambiario del país y para la industria financiera local.

Tabla 1. Deuda externa y acreedores y deuda interna(1998)

País	Costa Rica	El Salvador	Guatemala	Honduras	Nicaragua	Panamá
Deuda Interna (% PIB)	29.1	11.3	5.1	4.9	122.5	20.1
Deuda Externa (% PIB)	28.9	22.2	12.0	68.9	295.9	56.7
Deuda Externa (mill. USD)	2872.4	2632.0	2367.9	3490.0	6287.1	5178.0
Acreedores de la deuda externa (en %)						
Org. Multilaterales	45.4	72.2	41.6 (1)	62.4 (1)	30.2	22.2
Bilateral	32.8	25.5	42.0 (1)	35.7 (1)	65.5	8.2
Instituciones Financieras	0.2	2.3	15.3 (1)	1.9 (1)	3.9	0.1
Otros (Bonos, etc.)	21.6	0.0	1.1 (1)	0.0 (1)	0.4	69.5
Total (%)	100	100	100	100	100	100

Fuente: Bancos centrales nacionales y Fondo Monetario Internacional. (1): 1997.

III.1.2. Estrategia de desarrollo del mercado secundario

Como se ha comentado en la sección anterior, existe una asimetría notable entre los procedimientos de emisión de deuda externa y de deuda interna. Las emisiones que se realizan en el euromercado son diseñadas con elementos que facilitan su negociación en el mercado secundario (estandarización de los títulos que componen la emisión, difusión de información, mecanismos de custodia y de liquidación, selección de contrapartes que puedan asegurar cierta liquidez a la emisión, etc.). Sin embargo, en la mayor parte de los países analizados, las emisiones locales de deuda interna no se realizan en condiciones que faciliten su negociabilidad. En consecuencia, las emisiones que pueden ser colocadas en el mercado interno son de corto plazo, dada la inexistencia de mecanismos que les doten de cierta liquidez. Una evidencia en este sentido es que los inversores locales están dispuestos a invertir en la deuda externa de largo plazo que su país emite en el euromercado, mientras que son reacios a invertir en deuda interna a los mismos plazos. Una razón de esta preferencia es la protección frente a la devaluación de la divisa local (puesto que suelen estar denominados en USD), pero otro motivo, declarado en varias entrevistas, es la mayor liquidez de estas inversiones. Por tanto, la existencia de una política de emisión orientada al desarrollo del mercado secundario en cada país facilitaría la emisión de deuda interna de largo plazo por la mayor liquidez de las inversiones.

Los aspectos que afectan la liquidez de las emisiones internas son de diverso tipo y grado según el país. En el marco de los elementos de tipo estratégico, los de mayor importancia son la escasa estandarización de las emisiones y la falta de una estrategia de

organización del mercado primario que propicie posteriormente la negociación de los valores en el mercado secundario.

En lo que se refiere a la estandarización de los instrumentos emitidos encontramos diversos grados de desarrollo. En casi todos los países se ha hecho un esfuerzo por emitir los valores con cierto formato homogéneo de plazos y de cupones. Sin embargo, existen dos problemas importantes que dificultan su negociación en el mercado secundario. El primer inconveniente es que, generalmente, los nominales se emiten a la medida del inversionista y son difíciles de fraccionar en múltiplos iguales en el momento de venderlos en el mercado secundario. El segundo obstáculo es que, salvo en Costa Rica, no se ha llevado a cabo una política de emitir una masa significativa de títulos idénticos (igual fecha de vencimiento, cupón y nominal), independientemente del hecho de que se hayan colocado en fechas diferentes, que permitan generar un volumen suficiente de títulos para crear mercado secundario. La emisión de grandes volúmenes de deuda con una misma fecha de vencimiento tiene el inconveniente de que debe tener como contrapartida una gestión muy eficiente y planificada de los flujos de caja de las Tesorerías. Sin embargo, consideramos que las menores primas de liquidez que debería pagar el Tesoro por sus emisiones más líquidas compensan la mayor complejidad en la gestión de sus flujos.

En cuanto al diseño del mercado primario en función de los objetivos de mercado secundario, no ha habido una estrategia de largo plazo por parte del sector público en la selección de los participantes que pueden acceder directamente al mercado primario, de forma que dicha selección contribuya a aumentar la liquidez del mercado. En algunos de los países de la región, la colocación de deuda pública se realiza exclusivamente a través de la bolsa, en otros se distribuye entre la bolsa y los intermediarios financieros, y en otros cualquier persona física o jurídica puede comprar deuda pública directamente.

No existe una fórmula de participación en el mercado primario que sea objetivamente ideal. Su idoneidad en cada mercado depende de la estructura del sector financiero y de la cultura de inversión del público. Sin embargo, un elemento común que se ha observado en todos los países analizados es que en aquellos mercados en los que hay exclusividad en el acceso al mercado primario (para los puestos de bolsa, principalmente) no se exige como contrapartida una contribución al desarrollo del mercado secundario, y en aquellos países en los que el acceso al mercado primario es amplio no se han estudiado mecanismos que den liquidez a las inversiones.

En las secciones de “Factores institucionales” (III.2) y “Factores operativos” (III.3) se analizarán aquellos aspectos de la infraestructura del mercado, complementarios a la estandarización y al diseño del mercado primario que podrían favorecer el desarrollo del mercado secundario.

III.1.3. El papel de las instituciones públicas

En casi todos los países analizados, una parte significativa de la deuda interna se ha colocado de forma directa en instituciones públicas con superávit (véase Tabla 2). Este es un asunto de política interna que no cuestiona necesariamente la voluntad de desarrollo

del mercado secundario. Sin embargo, deben analizarse las implicaciones sobre el mercado del tipo de títulos que son adquiridos por estas instituciones públicas. En la mayoría de los casos, estas colocaciones se realizan en instrumentos financieros distintos de los que son susceptibles de ser negociados en el mercado, lo que tiene como consecuencia una disminución del volumen global de las emisiones (de títulos idénticos) de deuda interna y, por tanto, resta liquidez al mercado secundario. Se podría argumentar que las instituciones públicas no tienen la costumbre de participar en el mercado secundario, ya que generalmente mantienen los títulos hasta vencimiento. Sin embargo, podría tener interés, tanto para las instituciones como para el mercado, que éstas tuvieran la opción de gestionar activamente sus inversiones transitorias en el mercado secundario. Esta gestión se facilitaría si estas pudieran invertir la totalidad de su superávit en títulos fácilmente negociables en el mercado.

Tabla 2. Tenencia de la deuda interna

País	Tenedor (1997)	% del total de deuda interna
COSTA RICA	Sector Privado (1)	52.8
	Sector Público	44.2
	Banco Central	3.0
EL SALVADOR	Sector Privado	73.9
	Sector Público	18.4
	Banco Central	7.7
GUATEMALA	Inst. Guat. Seguridad Social	23.3
	Sector Privado	49.5
	No residentes	27.2
HONDURAS	Sector Privado	52.4
	Sector Público	32.0
	Banco Central	15.6
NICARAGUA	Banco Central	84.6
	Sector Público	0.6
	Sector Privado	14.8
PANAMÁ	Sector Público	90.2
	Sector Privado	9.8

Fuente: FMI. Para Guatemala (datos correspondientes a mayo 1999), Panamá y Nicaragua: Ministerio de Finanzas. (1): Incluye los bancos públicos.

III.1.4. Regularidad de las políticas de emisión de deuda

La regularidad de las emisiones debe entenderse como una presencia continuada en el mercado por parte del emisor. Esta característica ha estado ausente en aquellos países con un bajo déficit público o con facilidad para obtener financiamiento en el extranjero a través del euromercado o de préstamos directos. Esto se ha reflejado en diversos grados, que van desde una presencia casi nula en el mercado local hasta una regularidad de emisión escasamente predecible por parte del mercado (la emisión de títulos es seguida por largos periodos sin emisión). Esta situación crea incertidumbre en el mercado y, en consecuencia, los intermediarios redefinen sus estrategias de inversión para no depender de las emisiones del Gobierno. En algunos de los países analizados, cuando el Gobierno ha tratado de financiar internamente una parte de su déficit no ha encontrado intermediarios con capacidad para absorber las emisiones requeridas a unas primas razonables.

Por tanto, sería deseable que por pequeña que sea la necesidad de financiamiento interno, la forma de apelación al ahorro se realice con procedimientos y calendarios previamente conocidos por el mercado. En caso contrario, cuando sea necesario acceder al mercado local para financiar el déficit, los agentes tenderán a penalizar al emisor por la incertidumbre sobre su estrategia de financiación.

III.1.5. Envío de señales al mercado y coordinación entre la política monetaria y la de gestión de la deuda pública

Este es sin duda uno de los temas más complejos de los analizados en la región y de más difícil manejo, ya que responde a situaciones estructurales diferentes en cada país. En todos los casos, no obstante, el principal efecto es cierta confusión en el mercado sobre qué constituye una señal de política monetaria y qué responde a necesidades de financiamiento del déficit público. Esta confusión se manifiesta de distintas formas y pueden identificarse dos razones para explicarla:

- (i) El único emisor es el Banco Central, dada “la escasa credibilidad del Ministerio de Hacienda como emisor”, de acuerdo con lo declarado en entrevistas tanto en el sector público como el privado. Esto ha tenido como consecuencia que los Ministerios de Hacienda no hayan podido desarrollar un conocimiento y experiencia adecuados sobre la gestión de su financiamiento en el mercado;
- (ii) Algunos Bancos Centrales arrastran pérdidas de tipo cuasifiscal, incurridas en el pasado, lo que les obliga a drenar constantemente liquidez del mercado. Por ello, el Banco Central, en algunos países, se encuentra compitiendo por los mismos fondos que el Ministerio de Hacienda. En estos casos suele utilizarse el mecanismo de la subasta conjunta, que no contribuye a diferenciar con claridad las señales monetarias de las necesidades fiscales.

En general, los agentes participantes en las colocaciones de los Bancos Centrales no han sido seleccionados de acuerdo con criterios que determinen su idoneidad para transmitir señales de política monetaria. La idoneidad de las contrapartes del Banco

Central depende de la estructura financiera del país. Sin embargo, es usual que estas contrapartes sean del sector bancario ya que, generalmente, las señales de política monetaria se transmiten a través del balance de los bancos. La participación exclusiva de los intermediarios bursátiles en las subastas de los Bancos Centrales introduce ineficiencias en la transmisión de las señales de política monetaria, lo cual a su vez dificulta el funcionamiento de los mercados de dinero con el consiguiente efecto negativo sobre la formación de precios en los mercados de activos de más largo plazo.

El problema descrito es de difícil solución, ya que está relacionado con reformas estructurales que se encuentran fuera del ámbito de este documento y del proyecto de armonización de los mercados de deuda pública en Centroamérica. Sin embargo, es importante tener en cuenta la situación descrita en las propuestas que se realicen sobre el diseño de los mercados de la región.

III.2. Factores institucionales o de organización del mercado de deuda pública

Los factores institucionales que se plantean a continuación se refieren a la distribución de responsabilidades entre las diferentes entidades que participan en la organización del mercado de valores. Esta distribución depende en gran medida del tipo de estructura del sector financiero de cada país. Sin embargo, existen una serie de pautas generales de organización institucional que han tenido éxito en mercados más desarrollados y, por tanto, en función de esas pautas se realizará a continuación un diagnóstico de la situación observada en la región centroamericana.

III.2.1. Articulación y eficiencia de los mercados de gestión de la liquidez

En todos los países analizados existe un mercado informal de préstamos interbancarios de tipo bilateral y con escasa difusión de la información tanto para la autoridad supervisora (Banco Central y Superintendencia) como para el resto del mercado. Estos mercados carecen de una infraestructura eficiente de difusión de precios, de liquidación y de colateralización de los préstamos (particularmente, los reportos). Las bolsas, de reciente creación en la mayor parte de los países de la región, han ofrecido una infraestructura complementaria que ha sido utilizada por los bancos para realizar las operaciones que no podían realizarse en el mercado informal debido a que la legislación lo impedía. Incluso en algunos países los mismos bancos impulsaron la constitución de la bolsa como respuesta a la necesidad de establecer mecanismos más institucionalizados para la gestión de su liquidez. En consecuencia, una parte importante de la gestión de la liquidez del sector financiero en los países analizados se realiza en las bolsas de valores a través de la figura del reporto (véase Tabla 3).

En este punto es importante aclarar que el diseño de la bolsa, como institución, ha sido tradicionalmente orientado a la negociación de instrumentos de largo plazo, preferiblemente mercado accionario, y enfatizando la protección de los pequeños inversionistas. En la mayoría de los países más desarrollados, los mercados mayoristas de títulos y de dinero a corto plazo se han desvinculado de la estructura bursátil y se han organizado en torno a estructuras de mercado más flexibles.

En el caso de Centroamérica, sin embargo, las bolsas son utilizadas al mismo tiempo como mecanismos de tipo mayorista para la gestión de la liquidez de corto plazo (complementaria al mercado interbancario informal) y como mecanismos de inversión para los clientes minoristas. Esta circunstancia no es negativa en sí misma, ya que ha sido muy útil para mejorar la gestión de la liquidez del sector bancario. Sin embargo, si ha supuesto algunos inconvenientes sobre la eficiencia del mercado mayorista y sobre la transparencia del mercado minorista. Los principales problemas se pueden resumir en los siguientes puntos:

Tabla 3. Bolsas de Valores

País	Bolsa	Nº Puestos de bolsa	Volumen Negociación 1998 (mill USD)	Comentarios
COSTA RICA	Bolsa Nacional de Valores	29	23.818 ¹	Reportos: 35%, Primario: 45%, Compraventa 20%
EL SALVADOR	Bolsa de Valores de El Salvador	21	6.650 ²	Reportos: 78%, Primario: 19%, Compraventa 2%
GUATEMALA	Bolsa Agrícola Nacional	28	4.279 ³	Reportos 95%, Primario 4%, Compraventa 1%
	Bolsa de Valores Nacional	38	8.000	Reportos 89%, Títulos públicos 6%, Compraventa 3%, Otros 2%
HONDURAS	Bolsa Hondureña de Valores	17	960 ⁴	Público 29%, Privado 71%
	Bolsa Centroamericana de Valores	18	2.789	Primario: 72%, Compraventa: 28% (Pagarés privados: 40%, Bonos Gobierno:19%, CAMs: 14%) 66% privado, 33% público
NICARAGUA	Bolsa de Valores de Nicaragua	14	558 ⁵	Reportos ⁶ :60% Primario: 35% Compraventa: 5%
PANAMÁ	Bolsa de Valores de Panamá	17	848	Primario: 79%, Secundario: 21% Bonos Corporativos: 38% Aceptaciones bancarias: 22% Papel Comercial: 18% Acciones: 14% Valores del Estado: 7% Otros: 1%

Fuente: Bolsas de Valores de los distintos países.

- (i) Las operaciones de tipo mayorista no son muy eficientes, ya que están sometidas a algunas reglas de competencia y transparencia propias de mercados de tipo minorista, tales como la “puja” en el sistema de negociación, cuando debería estar fundamentada en la negociación bilateral;

¹ Al tipo de cambio 271.65 colones/USD

² Al tipo de cambio 8.72 colones/USD

³ Al tipo de cambio 7.15 quetzales/USD

⁴ Al tipo de cambio 14 lempiras/USD

⁵ Al tipo de cambio 11 colones/USD

⁶ Se incluyen las llamadas Opciones, que constituyen ventas al contado con opción de recompra.

- (ii) La participación conjunta de mayoristas y minoristas ha llevado en algunos países a que los pequeños inversionistas realicen operaciones de arbitraje entre el pasivo bancario y las operaciones de obtención de liquidez de los bancos a través de instrumentos de bolsa. Esto ha conducido, en algunos casos, a que los bancos organicen (o amenacen con organizar) su propio sistema de negociación extrabursátil;
- (iii) La implementación de la política monetaria a través de la bolsa no ha contribuido a una transmisión eficiente de las señales de política monetaria de los Bancos Centrales, y
- (iv) Las operaciones de tipo minorista no gozan de las condiciones ideales de transparencia, ya que tienen que convivir con operaciones de tipo mayorista, ni las mayoristas de la flexibilidad suficiente.

Para concluir, puede afirmarse que, efectivamente, la bolsa, en su función de mecanismo de gestión de la liquidez bancaria, ha sido muy importante para los mercados de la región, ya que ha permitido suficiente volumen de negocio para que se desarrolle una infraestructura básica y ha logrado que se forme cierta cultura entre los intermediarios de valores y bancarios en la negociación de valores. Sin embargo, el desarrollo futuro de los mercados mayoristas y minoristas no será posible sin que se formule una estrategia clara de desarrollo en la que se plantee el papel de las bolsas. Para cada uno de ellos deben definirse las reglas, el tipo de participantes y un mecanismo de interconexión que permita el arbitraje y consiga la eficiencia de precios.

III.2.2. Participación en el mercado primario: efectos sobre el tipo de mercado

El monopolio *de facto* y *de iure* de acceso al mercado primario que tienen los puestos de bolsa en la región tiene efectos relevantes sobre el tipo de mercado que se desarrolla. Su escasa capitalización y su operativa hacen que éstos actúen siempre como meros intermediarios entre compradores y vendedores finales (bancos y particulares, principalmente)⁷ y limita el desarrollo de un mercado en el que las posiciones por cuenta propia y la rotación de las carteras tengan cierta relevancia.

Por tanto, el hecho de que en la mayor parte de los mercados la colocación de deuda se realice a través de un grupo reducido de intermediarios de pequeño tamaño, como son los puestos de bolsa, tiene consecuencias negativas sobre la distribución de la deuda pública y sobre el tamaño del mercado secundario.

III.2.3. El diseño de los instrumentos de inversión colectiva.

En la mayor parte de los países de la región se han desarrollado diversos tipos de instrumentos de inversión colectiva y de entidades autorizadas a gestionarlos. Entre las entidades autorizadas a administrar carteras colectivas se encuentran puestos de bolsa, bancos y sociedades administradoras de fondos de pensiones y de inversión. Las

⁷ En la mayoría de los casos el mismo puesto de bolsa tiene el comprador y el vendedor que realizan la operación, lo que, otra vez, limita el desarrollo del mercado secundario.

características que se encuentran con más frecuencia en las carteras colectivas son las siguientes: (i) realizan oferta pública; (ii) se trata de figuras fuera del balance de los bancos y de los puestos de bolsa; (iii) se traslada el riesgo de rendimiento al inversionista; (iv) en algunos casos, se garantiza implícitamente un rendimiento a los inversionistas, sin cumplir con las normas prudenciales de los bancos cuando ofrecen productos con rendimientos preestablecidos.

En pocos países de la región se ha dado la suficiente importancia al desarrollo de una normativa homogénea para carteras colectivas que incluya, al menos, las siguientes características: (i) protección frente al conflicto de interés de la entidad administradora de las carteras; (ii) reglas de diversificación y gestión que garanticen un mínimo de normas prudenciales; (iii) normas de valoración que garanticen un tratamiento equitativo a todos los inversionistas de la cartera; (iv) estructuras organizativas e institucionales que protejan del riesgo de fraude cuando la entidad administradora de los fondos cuenta con un capital muy pequeño.

Estas normas son de especial importancia para una adecuada administración de los fondos de pensiones y deberían armonizarse para todos los instrumentos de gestión de carteras colectivas. En caso contrario existe el riesgo que se desarrollen figuras con mecanismos muy débiles de protección de los inversionistas. Una situación de crisis en cualquiera de estas figuras podría terminar desacreditando las figuras de inversión colectiva e incluso la inversión en valores por parte del público.

III.3. Factores de carácter operativo o de microestructura del mercado

Los aspectos que se describen en este rubro son fundamentalmente de carácter técnico. Los planteamientos que se realizan a continuación se derivan de prácticas ya probadas en mercados más desarrollados y que podrían favorecer la integración de Centroamérica con los mercados internacionales. Las implicaciones que podría tener no adecuar dichas prácticas sólo afectarían a la eficiencia y a la seguridad del mercado, siendo independientes del tipo de diseño de mercado que las autoridades de cada país decidan y de la relevancia que se le quiera dar a cada grupo del sector financiero.

En cualquier caso, es importante hacer dos consideraciones: (i) los cambios que se decidan en este ámbito deben ser ampliamente explicados a los agentes del mercado, ya que éstos, como usuarios de la infraestructura, pueden realizar aportes importantes; (ii) el negocio bursátil actual se apoya sobre una serie de prácticas que podrían sufrir modificaciones importantes si algunas de estas recomendaciones son adoptadas. La organización de la transición debería realizarse con criterios de gradualidad bien analizados, con el fin de evitar la aparición de cuellos de botella en la operativa bursátil⁸.

⁸ Por ejemplo, si se establece que debería haber una mayor convergencia entre la entrega de efectivo y de valores en la liquidación de las operaciones, deberían establecerse mecanismos transitorios que permitan minimizar los efectos sobre el mercado de tener que adelantar la entrega de valores o de retrasar la entrega del efectivo, para que ambos se entreguen de forma simultánea.

A continuación se exponen una serie de problemas operativos detectados que dificultan el desarrollo del mercado secundario.

III.3.1. Estandarización de las emisiones

La mayor parte de las emisiones presentan dos problemas genéricos que impiden un adecuado desarrollo del mercado secundario:

- (i) El diseño de los títulos no se ha realizado para estimular su posterior negociación en un mercado. Este aspecto incluye simplicidad en el diseño y en su forma de valoración (como ejemplo, el tipo de diseño de las emisiones con cupones variables constituyen un modelo de dificultad de valoración), los nominales deben ser homogéneos y de montos lo suficientemente bajos para hacer frente a necesidades parciales de liquidez, los títulos de corto plazo deben ser emitidos de preferencia al descuento, la figura del macrotítulo debería pensarse para facilitar la circulación y no sólo como un instrumento para ahorrar en costos de emisión;
- (ii) no se ha llevado a cabo una política de emisión cuyo objetivo sea maximizar el volumen de títulos de idénticas características.

En algunos casos los títulos se emiten con nominales y cupones diferentes, según las necesidades del inversionista. En otros casos, los nominales de los títulos tienen un monto inicial determinado y para cifras superiores de inversión los nominales son múltiplos de una cifra diferente del monto inicial (por ejemplo: un monto inicial de inversión de 10.000 unidades y para cifras de inversión superiores múltiplos de 100) En otros casos hay una cierta homogeneidad en las características de los títulos cada vez que se emiten en nominal y cupón, pero la fecha de vencimiento cambia cada vez que se realiza la subasta o la colocación. Todo esto impide que se genere una masa de títulos iguales suficiente para crear mercado secundario. Sólo en el caso de Costa Rica y, recientemente, Panamá, se ha iniciado una política de estandarización de los instrumentos de corto plazo con el objetivo de desarrollar la liquidez del mercado secundario.

La estandarización de las emisiones constituye un paso imprescindible para desarrollar un mercado líquido. Adicionalmente, la existencia de instrumentos de sencillo manejo y gran liquidez en el mercado tendría un efecto multiplicador importante sobre el volumen del mercado, ya que los intermediarios podrían desarrollar instrumentos financieros a la medida de las necesidades de sus clientes. Por otra parte, la emisión de forma estandarizada podría resultar de gran ayuda para los emisores públicos en la gestión de sus flujos de ingresos y egresos.

Tabla 4. Principales instrumentos de deuda pública emitidos

País	Instrumento	Emisor	Plazos	Comentarios
COSTA RICA	Bonos de Estabilización Monetaria (BEMs) Títulos de propiedad TPO Tasa Básica	Banco Central Tesorería Nacional Tesorería Nacional	Hasta 6 meses 6 y 12 meses 1 a 15 años	Emitidos en colones
EL SALVADOR	Certificados de Administración Monetaria (CAMs)	Banco Central	30 a 360 días	Cupón cero. Emitidos en colones
	Certificados de Estabilización Monetaria (CEMs) Letes en colones Letes en USD	Banco Central Tesorería Nacional Tesorería Nacional	30 a 360 días	Cupón cero. Emitidos en USD Cupón cero. 78% en manos de no residentes. Subastados por el BC.
GUATEMALA	Certificados de depósito a plazo	Banco Central	28, 63 y 91 días	No existe un calendario fijo de subastas.
	Certibonos	Ministerio de Finanzas	1 a 5 años	Emitidos a la par. No estandarizados. Licitaciones una vez al mes (como mínimo) a la tasa ofrecida por el Ministerio, que se ajusta a las condiciones del mercado. También se coloca deuda a través de una ventanilla del BC a plazos más cortos (91 y 182 días). Por ventanilla también pueden colocarse Certibonos con vencimientos de 1 a 5 años.
HONDURAS	Certificados de Absorción Monetaria (CAMs)	Banco Central	1 a 12 meses	Títulos cupón cero. Subastas semanales a tasa ofrecida. Macrotítulos a favor de las bolsas
	Bonos del Gobierno (BGRH)	BC en nombre del Ministerio de Finanzas	1 a 12 meses	Mismas características que los CAMs. El Banco Central coloca en la subasta semanal en primer lugar los BGRH y, dependiendo de las necesidades, coloca el resto vía CAMs.
NICARAGUA	Certificados Negociables de Inversión (CENIS)	Banco Central	12 a 30 meses	Cupón cero, con mantenimiento del valor. Subasta semanal a tipo único a la que pueden acudir todos los agentes (en 1998 el 80% del volumen adjudicado correspondió a puestos de bolsa, el 14% a bancos y el resto a particulares). Títulos no estandarizados
	Bonos de Pago por Indemnización (BPI)	Ministerio de Finanzas	15 años	Emitidos para compensar por las expropiaciones de los años ochenta. Proceso de estandarización iniciado que concentrará los vencimientos en ocho fechas mediante una operación de canje global.
PANAMÁ	Letras del tesoro	Gobierno de la República (Ministerio de Ec. Y Finanzas)	90, 180, 270 días	Emitidas al descuento. Subastas a precio ofrecido (Instituciones públicas al precio promedio ponderado). La primera subasta se realizó en marzo de 1999.

Fuente: Ministerios de Finanzas y Bancos Centrales

III.3.2. Mecanismos de colocación en el mercado primario

La colocación en el mercado primario se realiza de diversas formas según el país. En algunos sólo se coloca directamente por ventanilla, mientras que en otros se realiza una licitación o subasta. En lo que respecta a la subasta, se observa una gran variedad de

modalidades en los distintos países que varían desde subastas adjudicadas por orden de presentación de las peticiones a un único precio, a subastas con tasa de corte de acuerdo con las necesidades de captación del emisor. Esta última modalidad puede ser, según el país, a tasa múltiple o a tasa única.

No existe una fórmula ideal de colocación de títulos en el mercado primario. Sin embargo, es importante señalar que en todos los mercados analizados ha sido recurrente la crítica por parte de los intermediarios a los sistemas de colocación y que, por otra parte, se ha observado un cierto grado de insatisfacción entre los emisores con respecto a los mecanismos utilizados por ellos mismos. Estas impresiones podrían responder a que las formas de colocación utilizadas no cumplen estrictamente con las reglas de la competencia y además no están vinculadas a una estrategia de largo plazo de desarrollo del mercado que tenga como principal objetivo el desarrollo del mercado secundario.

En el lado de los demandantes de títulos, en algunos mercados es generalizada la crítica al hecho de que no se anuncien montos convocados. En consecuencia, consideramos muy importante analizar la microestructura de las colocaciones de primario, de forma que no introduzcan distorsiones en el mercado y se ofrezca suficiente flexibilidad a los emisores.

Tabla 5. Características del mercado primario

	Método de colocación	Emisor	Periodicidad	Participantes
Costa Rica	Subasta competitiva y no competitiva	Conjunta Banco Central y Ministerio de Hacienda	Semanal	Sólo puestos de bolsa
El Salvador	Subasta competitiva	Banco Central y Ministerio de Finanzas por separado	Diaria para el Banco Central y no definida para el M ^o de Finanzas.	Puestos de bolsa, entidades financieras y AFPs
Honduras	Subasta competitiva	Sólo Banco Central	Semanal	Personas físicas y jurídicas
Nicaragua	Subasta competitiva	Sólo Banco Central	Semanal	Personas físicas y jurídicas
Guatemala	Subasta y Ventanilla	Banco Central y Ministerio de Finanzas por separado	Ventanilla diaria, subasta indeterminada	Personas físicas y jurídicas en ventanilla. Puestos de bolsa y entidades financieras en subasta
Panamá	Subasta	Ministerio de Finanzas	Solo se ha realizado una subasta	Puestos de Bolsa

III.3.3. Sistemas de negociación

Los sistemas de negociación que predominan en la región han sido desarrollados por las bolsas. Debido a la falta de estandarización y la consiguiente escasa liquidez del mercado los sistemas de negociación existentes no han sido diseñados para dar soporte a operaciones de cierto volumen, sino a mercados poco líquidos. Además, se detecta un cierto sesgo en los sistemas a favor de operaciones de tipo minorista, en los que se favorece la transparencia y la ejecución al mejor precio. Estos sistemas son principalmente de “puja” o subasta durante un tiempo limitado y en ellos no se conoce la contraparte de la operación hasta después de cerrar esta. En un mercado mayorista, estos rasgos positivos de un mercado minorista podrían obstaculizar la liquidez del mercado. En primer lugar, la “puja” de operaciones limita las posibilidades de que se negocien operaciones de forma bilateral, lo cual introduce incertidumbre entre los intermediarios que acordaron cerrar una operación y no es apto para operaciones de gran volumen, que podrían distorsionar el mercado (al alza o a la baja). En segundo lugar, la falta de conocimiento de la contraparte antes de cerrar la operación impide valorar el riesgo crediticio de la operación, lo que es especialmente importante en operaciones típicas del mercado de dinero.

En algunos de los sistemas de negociación entre bancos desarrollados fuera de la bolsa se ha tratado de solventar algunos de estos problemas. Sin embargo, el escaso volumen de negociación y el hecho de que se prefiera la negociación de tipo informal pone en evidencia la necesidad de revisar el diseño de estos sistemas.

III.3.4. Organización administrativa de los puestos de bolsa (back-office)

Los sistemas de organización administrativa de los intermediarios (back-office) no favorecen la negociación en el mercado secundario y, adicionalmente, presentan una inseguridad operativa y jurídica que es un obstáculo para las inversiones extranjeras en la región. Los principales problemas al respecto son:

- (i) No existe una adecuada segregación ni de las cuentas de valores ni de efectivo de los clientes;
- (ii) No hay controles suficientes sobre los ficheros de órdenes de inversión de los clientes y los ficheros de asignación de las órdenes ejecutadas a los clientes;
- (iii) No hay una segregación efectiva entre las funciones de custodia y las funciones de ejecución de operaciones de los puestos de bolsa y
- (iv) No hay siempre una segregación de funciones con potencial conflicto entre el personal de los intermediarios.

Algunos de los problemas mencionados, aunque contradicen las buenas prácticas de un mercado de valores, podrían resultar parcialmente justificados dado el nivel de desarrollo de los mercados de la región. Como ejemplo, la insuficiente segregación de efectivo le da una mayor flexibilidad a los intermediarios en los servicios de cobro y pago a sus clientes, dadas las deficiencias detectadas en algunos países en sus sistemas de pagos interbancarios. Otro ejemplo es la escasa segregación de funciones con

potencial conflicto de interés en una misma entidad, lo cual podría resultar en que determinados negocios no fueran rentables dado el tamaño del mercado. Sin embargo, es importante planificar cambios en las prácticas mencionadas ya que constituyen el germen de problemas graves en caso de que cualquiera de los mercados de la región entre en situaciones de crisis en las que la claridad de los derechos de propiedad resulta imprescindible para mantener la confianza en el mercado.

III.3.5. Sistemas de compensación y liquidación

En todos los países de la región el sistema de liquidación, tanto en el lado del efectivo y de valores, no está preparado para un mercado secundario con más volumen del transado en la actualidad. Los sistemas de liquidación que se han observado en los países analizados presentan los siguientes problemas:

- (i) La liquidación de las operaciones bursátiles es descentralizada y bilateral, sujeta sólo al acuerdo y condiciones de las partes, con un escaso seguimiento por parte de las bolsas del buen fin de las mismas;
- (ii) Hay una deficiente coordinación entre la liquidación del efectivo y la de valores, con una preferencia por la liquidación inmediata de efectivo y un control menos estricto sobre la liquidación de valores. Esto genera una asimetría del riesgo en contra del comprador de valores;
- (iii) Existen procedimientos relativamente sencillos para anular o corregir operaciones posteriormente a su negociación en bolsa, lo cual disminuye la credibilidad de las operaciones que se realizan en bolsa;
- (iv) Los mecanismos de gestión de incidencias no cumplen con estándares de oportunidad y confiabilidad aceptables para la inversión extranjera;
- (v) En algunos países un banco se interpone en la liquidación para adelantar el efectivo, incurriendo en un gran riesgo de contrapartida;
- (vi) La implementación de ciertas figuras creadas para abaratar los costos de emisión y facilitar la circulación de los títulos, como los macrotítulos, presentan cierta fragilidad jurídica y no siempre favorecen la negociación en el mercado secundario;
- (vii) Existe cierta confusión entre la función de custodia como servicio para el tenedor de los títulos, y la función de depósito centralizado como servicio bursátil para facilitar los traspasos de titularidad minimizando el riesgo de entrega de valores. Esta confusión ha derivado en que algunas de las estrategias planeadas por las bolsas y los custodios de valores no sean apropiadas para aumentar el potencial de crecimiento del mercado y su atractivo para la inversión extranjera. En estos casos se ha planteado que el depositario central asuma responsabilidades de custodia. El principal problema de este planteamiento es que se constituiría un monopolio privado de un negocio en el que la competencia es importante. Por otra parte la gestión centralizada de la custodia de los clientes finales en el depositario central implica una complejidad administrativa difícil de asumir.

Finalmente, existen una serie de sinergias entre la custodia y las cuentas corrientes que sólo los bancos pueden ofrecer. Esto crearía una situación en la que los bancos serían socios de una entidad que brinda servicios en competencia con ellos.

Los sistemas actuales son adecuados en un contexto en el que predominan operaciones de mercado primario y en el que la mayoría de las operaciones de mercado secundario son cruzadas de antemano (el puesto de bolsa tiene el comprador y el vendedor). Sin embargo, si el mercado secundario continúa su crecimiento, la actual organización del ciclo de liquidación de valores puede conducir a situaciones de alto riesgo.

En cuanto a la participación del sector público o del sector privado en el desarrollo y gestión de los sistemas de compensación y liquidación, existen tantos modelos como países, ya que se encuentra estrechamente vinculado a la estructura institucional del sector financiero de cada país. Sin embargo, es importante que el sector público, a través del Ministerio de Hacienda y del Banco Central, sean conscientes de la importancia estratégica de los sistemas de compensación y liquidación. Entre los principales argumentos para una participación más proactiva del sector público en estos sistemas se encuentran:

- (i) La importancia del buen funcionamiento de estos sistemas para una adecuada fluidez de la liquidez del sistema, así como una adecuada transmisión de la política monetaria, y para un correcto monitoreo y gestión del riesgo sistémico;
- (ii) Los efectos de problemas en la liquidación y custodia de títulos sobre la credibilidad de los títulos de deuda pública entre el público inversor;
- (iii) La creciente importancia de los títulos de deuda pública como garantía en las operaciones de inyección de liquidez o préstamos al sistema bancario por parte de los Bancos Centrales (reportos).

III.4. Factores de carácter legal y de supervisión

El objetivo de este apartado es identificar aquellos aspectos de tipo reglamentario o de supervisión observados en la región que podrían suponer un obstáculo para el desarrollo de los mercados de deuda pública.

III.4.1. Encaje de los reportos interbancarios

Como se ha señalado anteriormente la existencia de un mercado de liquidez en torno a un mercado de reportos eficiente es un aspecto fundamental para el desarrollo de los mercados de deuda pública, pues estos ayudan a una gestión eficiente de las necesidades y sobrantes de liquidez de las instituciones financieras con un nivel de riesgo aceptable. Se ha observado en varios países la existencia de regulaciones por parte de los Bancos Centrales encaminadas a encajar estas operaciones entre bancos. De acuerdo con las entrevistas realizadas, en los países en los que existe este tipo de controles el objetivo de éstos es de control monetario. Sin embargo, parece razonable pensar que el encaje de este tipo de operaciones entre entidades financieras no es

necesario, puesto que no modifican la posición del sistema financiero frente al resto de la economía.

Dada la importancia de los préstamos interbancarios y de las operaciones de reportos entre bancos para un adecuado funcionamiento de los mercados de dinero, se recomienda revisar las implicaciones del encaje sobre estas operaciones y valorar si efectivamente contribuyen a limitar el crecimiento de la oferta monetaria.

III.4.2. Realización de reportos por parte de Bancos Centrales

En algunos Bancos Centrales se ha realizado la interpretación jurídica de que las operaciones de reportos con títulos de deuda pública como subyacente son un mecanismo indirecto de financiamiento del Gobierno. Esto impide que el Banco Central realice operaciones de reporto con títulos de deuda pública.

Esta interpretación es, en nuestra opinión, discutible y limita el desarrollo del mercado. El reporto es una operación de préstamo en la que el título público actúa como garantía del mismo. El hecho de que se instrumente como una compraventa no es más que un artificio jurídico para asegurar la disponibilidad del colateral. Su utilización por parte de los Bancos Centrales es una práctica extendida en los países desarrollados y no debe entenderse como un financiamiento indirecto al sector público siempre que sea utilizado como mecanismo de inyección o drenaje de liquidez.

III.4.3. Normativa prudencial para los intermediarios de valores

El predominio de los mercados primarios sobre los secundarios en la mayor parte de los países de la región ha sido la principal razón de la falta de énfasis en el desarrollo de una normativa prudencial para limitar el riesgo sistémico. Sin embargo, si las estrategias iniciadas en la mayor parte de la región para desarrollar el mercado secundario tienen éxito, será imprescindible que se desarrolle al mismo tiempo un marco de normas prudenciales, así como la participación del sector público en la regulación y supervisión de los intermediarios de valores. Estas normas prudenciales deberían establecer requisitos patrimoniales a los intermediarios en función de los riesgos asumidos por las posiciones en valores.

III.4.4. Armonización del marco jurídico del mercado de valores

En todos los países, excepto en Costa Rica por tener una ley de reciente aprobación, se están elaborando reformas del marco regulatorio del mercado de valores. Sería importante aprovechar esta coyuntura para tratar de armonizar los principios básicos de las legislaciones que se están discutiendo.

Tabla 6. Legislación y supervisión de valores

	Ley	Organismo regulador
Costa Rica	Ley de Mercado de Valores 1997	Superintendencia General de Valores (1991)
El Salvador	Ley de Mercado de Valores 1994	Superintendencia General de Valores (1996)
Guatemala	Ley de Mercado de Valores 1995 (en curso de modificación)	Registro Nacional de Valores* (1996)
Honduras	--	--
Nicaragua	--	--
Panamá	Ley de Mercado de Valores 1999	Comisión Nacional de Valores

*Competencia sólo sobre emisores

III.5. Factores de carácter regional

La inversión regional ha tenido cierta relevancia en los últimos años debido a la existencia de diferenciales importantes en las tasas de interés. A esto se ha unido el hecho de que la escasa liquidez de los mercados locales ha limitado las posibilidades de inversión local y la posibilidad de invertir en títulos de los Gobiernos vecinos ha ampliado el espectro de inversiones.

Sin embargo, a medida que han aumentado los flujos de inversión entre países, se han puesto de manifiesto dos tipos de problemas. En primer lugar, han sido más evidentes las consecuencias negativas de la escasa liquidez de los mercados locales, lo cual se debe a los factores ya expuestos en este diagnóstico. En segundo lugar, se han puesto de manifiesto con mayor claridad los problemas administrativos y de información que dificultan las negociaciones transfronterizas. A continuación se exponen algunos de los principales problemas detectados.

III.5.1. Impedimentos de tipo administrativo para invertir en títulos extranjeros

Los impedimentos administrativos para la inversión en títulos de Gobiernos y Bancos Centrales de la región varían según el país y podrían agruparse de la siguiente forma:

- (i) Prohibición de negociar en bolsa títulos de deuda pública de la región;
- (ii) Prohibición a las entidades financieras de tener en sus carteras títulos de Gobiernos y Bancos Centrales extranjeros;
- (iii) Obligación de realizar un trámite individual de autorización administrativa por parte de los bancos ante la Superintendencia por cada país para poder invertir en deuda pública extranjera. Algunas de estas prohibiciones, de acuerdo con las

entrevistas realizadas, se evaden mediante la inversión en títulos extranjeros a través de entidades “off-shore” del mismo grupo financiero.

Es usual que existan normas de tipo prudencial que limiten la inversión en títulos extranjeros, aunque sean del sector público. Sin embargo, dado el interés por estimular un mercado regional, sería importante revisar la conveniencia de sustituir las trabas administrativas por requerimientos adicionales de patrimonio (normativa prudencial) para las entidades financieras que deseen invertir en títulos extranjeros, de forma que las autoridades tengan un mayor control sobre los riesgos asumidos por los grupos financieros.

III.5.2. Aspectos operativos que obstaculizan las negociaciones transfronterizas

A continuación se enumeran los problemas de tipo operativo que han sido señalados por los diversos operadores de los mercados de la región:

- (i) Diferencias en las convenciones de valoración de los títulos, especialmente en la base de cálculo y en la forma de calcular los intereses corridos;
- (ii) Diferencias en la forma de presentación de los precios en los sistemas de negociación bursátil (tasa interna de retorno en vez de precios, indefinición sobre precios netos o no de impuestos, indefinición sobre número de cupones);
- (iii) Horas de pago de cupones y de principal no siempre definidas con antelación;
- (iv) Procedimientos de liquidación poco claros para los extranjeros;
- (v) Dificultades para tener acceso a los precios del mercado primario y secundario por parte de los inversionistas extranjeros.

En los aspectos mencionados no existen soluciones únicas y gran parte de ellas son convenciones adoptadas por los miembros de cada mercado. Es en consecuencia importante valorar la conveniencia de establecer una serie de convenciones regionales que se acerquen, en la medida de lo posible, a las que ya han sido adoptadas en el mercado internacional.

IV. Propuestas o líneas de actuación

Como se comentó en la introducción, en nuestra opinión, uno de los objetivos fundamentales debería ser que la apelación al ahorro, tanto interno como externo, tuviera una perspectiva interna. Es decir, que independientemente de dónde provenga la financiación, sea principalmente a través de los mercados financieros internos el mecanismo mediante el cual se accede a la financiación. Esta “localización de la captación del ahorro” tendría ventajas en dos campos relevantes:

- i) Ventajas en términos de políticas públicas, derivadas de un aumento de la capacidad de control de la deuda emitida, la disminución de los costes financieros o de emisión y un mejor manejo de la política macroeconómica y monetaria.

- ii) Ventajas en términos de política industrial, por la mayor generación de valor añadido en el sector financiero y la creación de riqueza y empleo al apoyar el desarrollo de los mercados financieros nacionales.

Creemos que el éxito de un programa de desarrollo de los mercados de valores internos de cada uno de los países de la región depende de que sea abordado desde una perspectiva regional. Esta perspectiva tiene dos ventajas complementarias: (i) la demanda potencial se amplía ya que se facilitan los flujos de inversión entre los países de la región; y (ii) la inversión procedente de mercados más desarrollados considerará Centroamérica y Panamá como un sólo mercado y por tanto con un tamaño más atractivo que el que podría ofrecer cada uno de los mercados por separado. Este último punto tiene una gran importancia ya que el tamaño del mercado podría ser un obstáculo para atraer inversión institucional extranjera por las consecuencias del pequeño tamaño de un mercado sobre la liquidez y sobre las opciones de inversión comparadas con otros mercados emergentes de mayor tamaño. La perspectiva regional podría evitar algunos de estos inconvenientes.

La coordinación regional no debe entenderse como homogeneización total de los distintos mercados, pues en cada país existen una serie de aspectos idiosincrásicos que deberán respetarse. La coordinación debe entenderse como el establecimiento de algunas reglas de funcionamiento comunes que faciliten un desarrollo parecido de los distintos mercados incorporando elementos ya probados en mercados más desarrollados. Ello permitirá que el desarrollo de los mercados financieros de la región se asiente sobre unas pautas comunes y modernas, facilitando una mayor integración y una mayor facilidad de acceso a los inversionistas extranjeros.

El desarrollo y modernización de los mercados financieros de la región debería basarse en seis líneas de actuación:

- a) Integración de los mercados de liquidez
- b) Definición de un plan estratégico para el desarrollo del mercado primario de deuda pública.
- c) Definición de un plan estratégico para el desarrollo del mercado secundario de deuda pública.
- d) Coordinación regional en aspectos operativos.
- e) Impulso a la inversión colectiva.
- f) Establecimiento de estándares comunes de regulación financiera.

Desde una perspectiva general, las propuestas o líneas de actuación son de dos tipos. En primer lugar, las de carácter *estratégico*. Su principal finalidad es que las autoridades cuenten con apoyo técnico que les ayude a formarse criterio para tomar sus propias decisiones. El ámbito de esta área de trabajo es exclusivamente local, aunque la organización de foros regionales con orientación técnica calificada en diversos temas

(política monetaria, coordinación gestión de la deuda pública y la política monetaria, etc.) podría suponer un aporte interesante para tomar las decisiones en el ámbito local.

En segundo lugar, se plantean propuestas o líneas de actuación sobre la *infraestructura institucional y sobre los aspectos operativos*. El tipo de trabajo que se sugiere en esta área es de dos tipos: en primer lugar, una combinación de apoyo técnico que ayude en la toma de decisiones; y en segundo lugar, la realización de productos por parte de especialistas de acuerdo con las pautas que establezcan las autoridades de la región. En esta área de trabajo operativa y de organización institucional existen aspectos que son exclusivos del ámbito local y otros que deberían abordarse para mayor eficacia desde una perspectiva regional.

En el área de infraestructura institucional existe un mayor margen de opciones en cada país ya que la organización institucional de su mercado depende de su estructura financiera y de los objetivos fijados por las autoridades de acuerdo con los intermediarios

En el caso de las propuestas de tipo operativo, se trata de temas que no presentan conflicto de interés en su aplicación y su principal objetivo es lograr una mayor armonización con los mercados de países desarrollados. En este caso se trata de aspectos de mercado tales como reglas de negociación, fórmulas de valoración de los títulos, convenciones de difusión de la información, convenciones para el cálculo de índices del mercado, etc.

A continuación se realiza una descripción de las líneas de acción en las que se plantean conjuntamente acciones de tipo estratégico y de tipo operativo e institucional. El objetivo de combinarlas es garantizar su coherencia desde un punto de vista conceptual. Al final de cada apartado (IV.1 a IV.6) se realiza una propuesta de agenda de los temas que se consideran más relevantes así como de las actividades que deberían contemplarse.

IV.1 Integración de los mercados de liquidez

Como se deduce del capítulo referente al diagnóstico (Capítulo III), es necesario mejorar los mecanismos mediante los cuales los distintos mercados gestionan la liquidez, en particular, la liquidez interbancaria. Una gestión ágil de la liquidez permitirá:

- i) Una mejor interpretación por parte de los operadores de las señales que el Banco Central desea transmitir al mercado;
- ii) una mejoría de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, y
- iii) un mayor desarrollo del mercado de deuda pública, siempre que se adopten medidas para facilitar la utilización de papel público en las intervenciones de drenaje o inyección de la autoridad monetaria y en la negociación entre agentes del sector privado.

En este campo se considera necesario:

IV.1.1. Reforzar la eficiencia del mercado interbancario

Reforzar la eficiencia del mercado interbancario es importante no solo para facilitar el trabajo a los Bancos Centrales, sino también para limitar los riesgos de su operativa. En este aspecto debería trabajarse en dos direcciones.

En primer lugar, el desarrollo, en aquellos países que aún no dispongan de él, de un sistema electrónico de negociación, en el que se opere sin conocimiento de las contrapartidas, utilizando líneas de crédito y utilizando deuda pública como colateral o garantía de las operaciones.

En segundo lugar, debería establecerse un sistema de comunicación de las operaciones de mercado interbancario al Banco Central para que éste pudiera hacer pública la información al resto del mercado con carácter agregado. Ello limitaría la persistencia de asimetrías de información, muy usuales en la actualidad. De este modo los agentes deberían conocer la situación del mercado con mayor exactitud que en la actualidad.

IV.1.2. Participación de los Bancos Centrales en los mercados interbancarios

Aunque en algunos países desarrollados la presencia del Banco Central en los mercados monetarios es muy reducida (se limita a intervenciones de carácter recurrente, mediante subastas de drenaje o inyección de liquidez), consideramos que dada la situación de los países de la región se justifica plenamente una mayor participación de las autoridades monetarias.

Actualmente, la mayoría de Bancos Centrales de la región realiza subastas recurrentes de drenaje o inyección de liquidez. Esto debería complementarse con la posibilidad de que las entidades financieras pudieran acceder a una línea de liquidez, si los tipos de interés alcanzan un nivel determinado (lo que se conoce como un tipo lombardo), sin que dicho acceso pudiera ser interpretado por el resto de los agentes como la manifestación de problemas en la entidad en cuestión. El acceso a esta “ventanilla” debería realizarse aportando las garantías necesarias. Ello permitiría limitar la volatilidad espúrea de los tipos de interés de mercado y disciplinaría aquellas entidades que intentan aprovechar las dificultades transitorias de liquidez de sus competidores.

Adicionalmente, debe contemplarse la posibilidad de que los Bancos Centrales tengan una mayor presencia en el mercado mediante operaciones de “fine tuning” para limitar la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo. Es importante subrayar que lo que se trata de evitar no es la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo si esta emana de decisiones de la autoridad monetaria, sino la volatilidad como consecuencia de una distribución transitoriamente asimétrica de la liquidez.

IV.1.3. Reportos con papel del Estado y del Banco Central en el mercado interbancario.

En la mayoría de los mercados avanzados de deuda pública se ha implantado, junto al mercado de deuda, un mercado de reportos. La existencia de un mercado de reportos

eficiente ha demostrado ser un factor fundamental para conseguir un rápido y sólido desarrollo del mercado de deuda pública. Además, el mercado de reportos conlleva una serie de beneficios adicionales para el mercado de préstamos interbancarios y para la instrumentación de la política monetaria.

La razón por la cual el reporto ha demostrado ser tan importante en el desarrollo de los mercados financieros consiste en que este instrumento, conceptualizado como operación financiera independiente, cumple una serie de funciones del todo imprescindibles:

- i) Permite la estructuración inmediata, con costes de transacción mínimos, de préstamos con garantía real.
- ii) Facilita la financiación de la toma de posiciones tendenciales en el mercado de deuda a vencimiento.
- iii) Se utiliza para desestandarizar lo estandarizado. Es decir, posibilita la transformación de los plazos estándar del papel público emitido a las necesidades de vencimientos no estándares que puedan tener algunos de los inversores finales.
- iv) Genera liquidez adicional al mercado de la deuda subyacente a las operaciones de reporto.
- v) Constituye el mecanismo de interconexión entre el mercado de fondos interbancarios, la intervención monetaria y el mercado de deuda pública.

En los mercados de la región en los que no existe la penalización del encaje para los reportos entre bancos, esta figura ha alcanzado un gran desarrollo y constituye la mayor parte del volumen de operaciones con valores.

Es fundamental que se produzca una apertura a la participación directa de los bancos en el mercado de reportos y que exista un compromiso claro por parte de las autoridades por acompañar el desarrollo de esta figura con normativa prudencial (márgenes de garantía) y con infraestructura adecuada (custodia y liquidación centralizada). Tanto la apertura mencionada como la infraestructura que debe acompañarla son, junto con la estandarización de la deuda pública, uno de los pilares de desarrollo del mercado de deuda pública dada la interconexión absoluta que existe entre el mercado de reportos, el mercado de préstamos interbancarios y la intervención monetaria de los Bancos Centrales.

En el marco de los mercados financieros de la región, y como ya se señaló en el Capítulo III, existe entre los intermediarios financieros la percepción de que hay elevados riesgos de contrapartida en las operaciones de préstamos interbancarios sin colateral. Adicionalmente, en la mayor parte de los mercados de la región sólo se pueden realizar operaciones de préstamo con colateral a través de las bolsas de valores. Esto ha llevado a que los bancos recurran a los reportos bursátiles para gestionar sus desequilibrios temporales de liquidez. El carácter minorista de las bolsas de valores hace que la gestión de la liquidez bancaria a través de ellas tenga problemas de eficiencia (véase la

sección III.2.1). En consecuencia, sería de gran importancia el diseño de infraestructuras de negociación y liquidación de carácter mayorista que permitan la realización de préstamos con colateral de deuda pública (reportos) entre las entidades bancarias.

IV.1.4. Operaciones a vencimiento en el mercado interbancario

Si en el marco de las operaciones interbancarias los reportos pueden entenderse como operaciones cuya finalidad es la gestión de puntas o necesidades transitorias de tesorería, las operaciones a vencimiento responderían a una gestión de carácter más estructural de las necesidades de las entidades financieras (gestión de activos y pasivos). En cualquier caso, este tipo de operaciones también tiene un carácter mayorista y no deben verse obligadas a entrar en el circuito bursátil dadas sus especiales características.

Como consecuencia de los dos puntos anteriores, se identifica la necesidad de mejorar los mecanismos de liquidación y compensación de los reportos y aumentar el grado de estandarización de los instrumentos emitidos por ambas instituciones (véase apartado IV.2. sobre el plan estratégico para la deuda pública). Asimismo, es necesario adecuar el funcionamiento del depositario central y del sistema de pagos a este nuevo esquema de funcionamiento del mercado interbancario.

IV.1.5. Propuesta de agenda para la integración de los mercados de liquidez

La integración de los mercados de liquidez debería ser abordada desde dos perspectivas. En primer lugar, desde una perspectiva conceptual, que defina la estrategia viable en cada mercado. En segundo lugar, desde una perspectiva operativa, que diseñe los mecanismos para instrumentarla.

- (i) Agenda estratégica para la integración de los mercados de liquidez: diagnóstico de los mecanismos de redistribución de la liquidez de cada país y plan para redefinir los siguientes aspectos:
- Deficiencias institucionales y operativas en el funcionamiento de los mercados de liquidez.
 - Participantes de estos mercados y sus respectivas responsabilidades (articulación del sector bancario y del sector bursátil).
 - Grado de responsabilidad de los Bancos Centrales en la organización de estos mercados. Esta responsabilidad puede abarcar de forma progresiva funciones como: desarrollador del mercado, supervisión y participación activa para garantizar la liquidez.
 - Articulación de los mecanismos de liquidez interbancarios y bursátiles para maximizar las posibilidades de arbitraje entre estos mercados.
 - Tipo de negociaciones autorizadas en el mercado interbancario: préstamos interbancarios sin colateral, reportos, operaciones de contado de mercado secundario, etc.

(ii) Estrategia e instrumentación de la presencia de los Bancos Centrales en los mercados de liquidez. Las decisiones sobre la participación de los Bancos Centrales en estos mercados dependen del grado de intervención que cada Banco considere adecuado para su sector financiero. Estas decisiones podrían tener un apoyo técnico de dos tipos. El primero de carácter conceptual, sobre experiencias afines que apoyen la toma de decisiones, y el segundo de apoyo de carácter operativo, con recomendaciones sobre su instrumentación. Se debería trabajar en las siguientes definiciones:

- Articulación entre las intervenciones de política monetaria (subasta y encajes) y las intervenciones de regulación de la liquidez. Esta articulación debería abarcar aspectos fundamentalmente operativos tales como el calendario de los distintos tipos de intervenciones, los efectos de la metodología de medición de los encajes, horarios de funcionamiento del sistema de pagos, instrumentos utilizados para regular la liquidez (plazos de los reportos), etc.
- Formas de intervención de los Bancos Centrales en los mercados de liquidez. Como ejemplos del tipo de opciones que habría que considerar pueden destacarse: selección de los intermediarios responsables de redistribuir al resto del mercado las inyecciones puntuales de liquidez; inyección de liquidez directa a los intermediarios que la requieran; establecimiento de bandas de intervención permanentes para inyección o drenaje de liquidez.
- Inclusión de la participación del Banco Central en el sistema de negociación general o desarrollo de un mecanismo específico para las intervenciones de regulación de la liquidez de la autoridad monetaria.

(iii) Organización de la microestructura de negociación del mercado interbancario

- Sistema electrónico de negociación que permita poner límites de crédito a las contrapartidas de la negociación y que incluya la posibilidad de realizar tres tipos de operación: préstamos sin colateral, préstamos con colateral y operaciones de contado.
- Convenciones de cálculo de precios en línea con las convenciones de mercados internacionales.
- Articulación del sistema de negociación con el sistema de pagos.
- Articulación de la liquidación del mercado interbancario con la liquidación del mercado bursátil.
- Establecimiento de un sistema de gestión del colateral de los préstamos propio del Banco Central o articulado con los sistemas de depósito central de las bolsas de valores.

IV.1.6. Mercados de liquidez: organización y actividades

Contrapartes

La reorganización de los mercados de liquidez requiere la inclusión de contrapartes del sector público y privado con una clara coordinación por parte de los Bancos Centrales. Se sugieren las siguientes contrapartes:

- El Banco Central como coordinador y responsable de las decisiones. Debería incluir responsables tanto del área de política monetaria como del sistema de pagos.
- Representantes del sector bancario como usuarios del sistema.
- Representantes de las bolsas de valores en una doble función: como representantes de los puestos de bolsa y como administradores del depósito centralizado de valores.

Actividades

- Diagnóstico de las dificultades para la integración de los mercados de liquidez
- Foro de alto nivel para apoyar la elaboración de los aspectos estratégicos de la agenda
- Talleres y apoyo técnico en la elaboración de una agenda local, coordinada con la agenda regional
- Taller sobre la problemática de los reportos y su encaje.
- Diseño de organización institucional y reglas de funcionamiento del mercado interbancario
- Diseño y desarrollo informático de un sistema de negociación interbancario (con y sin colateral)

IV.2. Plan estratégico para el mercado primario de deuda pública

El desarrollo de los mercados de deuda pública sobre unas bases comunes constituye el segundo elemento en el que debería basarse la modernización de los mercados financieros de la región.

La construcción y desarrollo de un mercado de deuda pública debe entenderse como un acto positivo por parte de un Estado en el que la financiación del déficit público pasa a ser transparente y a estar basada en métodos de libre mercado, con el objetivo de generar el menor número de distorsiones posible.

El desarrollo de un mercado de deuda no está exenta de costos. Sin embargo, la experiencia observada en muchos países parece señalar que dichos costos están más que justificados por los beneficios que se pueden obtener a medio y largo plazo. Esto es especialmente cierto si se considera que, con un programa adecuado de gestión de las finanzas públicas, se pueden minimizar los costes incurridos.

Otro elemento de orden práctico que contribuye a reducir los costes del desarrollo del mercado de deuda reside en la planificación y coordinación del diseño. Es decir, antes

de empezar a tomar medidas para la construcción del mercado de deuda pública, es imprescindible disponer de un plan estratégico que dote de coherencia al conjunto de actuaciones.

Finalmente, una condición necesaria para que el plan sea viable en la práctica a un coste razonable consiste en que haya sido consensuado y aceptado por los distintos participantes, tanto públicos como privados.

En todos los países centroamericanos analizados el mercado de deuda pública constituye el mercado financiero con mayor volumen y liquidez. En consecuencia, su desarrollo debe además entenderse como la base para el desarrollo del resto de mercados financieros.

A continuación se analizan las bases comunes sobre las cuales se considera que debería asentarse un plan estratégico para el desarrollo del mercado primario de deuda pública. Este debe entenderse como aquel mercado en el que los emisores públicos tienen acceso a nueva financiación. Los aspectos relativos al mercado secundario (dónde se producen cambios en la titularidad del acreedor) se analizarán en la sección IV.3.

Para un adecuado desarrollo y funcionamiento del mercado primario deben considerarse: i) los instrumentos financieros a emitir, ii) los procedimientos de emisión y iii) qué agentes deben tener acceso de forma directa a las colocaciones de deuda.

IV.2.1. Diseño de los instrumentos:

Hay dos principios fundamentales sobre los que debe basarse el diseño de los instrumentos de financiación pública: la sencillez y la estandarización.

Los instrumentos complicados no son aptos para la creación de un mercado líquido, ya que el número de participantes que tienen el nivel técnico suficiente para manejarlos es reducido. Un título de deuda pública debe ser lo más simple posible, sin que incorpore estructuras complicadas en cuanto a redención anticipada, cálculos no estándares de cupón, opciones, etc.

La ausencia de instrumentos homogéneos y la existencia de un elevado número de instrumentos heterogéneos, con distintos vencimientos, cupones, nominales, rendimientos, etc., dificulta enormemente la posibilidad de que dos agentes con necesidades financieras complementarias (un comprador y un vendedor), puedan efectuar una transacción, ya que difícilmente coincidirá el título que quiere adquirir el comprador con el que oferta el vendedor. Cuando un mercado goza de un nivel suficiente de estandarización, este problema se elimina, ya que todos los inversores tienen en sus carteras títulos de características parecidas. Como consecuencia, un vendedor fácilmente encuentra a un comprador con quien realizar la transacción deseada.

Debe insistirse en que la estandarización es un aspecto fundamental. La condición más importante y el proyecto central del diseño de los mercados de deuda de Centroamérica

deben ser la estandarización de los activos financieros. Es esencial que el tipo de instrumentos a emitir se simplifique y estandarice.

La estandarización consiste en la homogeneización de los títulos emitidos por un emisor. Ello supone la búsqueda de un equilibrio entre, por un lado, los vencimientos de las emisiones, cupones, fechas de pago, nominales, periodicidad de las emisiones, etc., y, por otro, las necesidades de financiación del emisor y su perfil intertemporal de financiación.

En el caso de los países analizados, puede afirmarse que la estandarización de las emisiones de los gobiernos, al tener una presencia importante en los mercados financieros locales, producirá sin duda un efecto “arrastre” de los emisores privados.

Tres son los beneficios potenciales que pueden identificarse derivados del proceso de estandarización. En primer lugar, se estimulará vigorosamente el desarrollo del mercado secundario de deuda. La estandarización facilitará la consecución de un mercado secundario de deuda pública líquido y profundo, ya que se negociarán instrumentos financieros con características parecidas (proceso de concentración). Los agentes económicos utilizarán dicho mercado para generar las corrientes de flujos que mejor respondan a sus necesidades a través la compraventa de instrumentos al contado o las operaciones de reporto (con colateral). Ello permitirá una asignación eficiente de los recursos financieros de los países.

En segundo lugar, la existencia de un mercado secundario, facilitada por la estandarización, permitirá a las tesorerías nacionales ⁹, y al propio mercado, disponer de un conjunto de tasas de interés de referencia para futuras emisiones.

Finalmente, la estandarización de la deuda pública debe entenderse también como un paso previo y necesario para el completo desarrollo de los mercados financieros de cualquier país. La evidencia empírica muestra que a la estandarización de la deuda y la introducción de subastas sistemáticas les siguen la aparición de colocadores primarios (“primary dealers”), la emisión de títulos a largo plazo a tasas fijas y el desarrollo de los mercados de derivados.

Existen dos aspectos adicionales nada despreciables: i) la estandarización conlleva la necesaria concentración de los vencimientos y de los pagos de intereses, lo que aumenta la necesidad de realizar una gestión eficiente de los recursos y una correcta previsión de los flujos de caja y ii) para facilitar la presencia de inversores extranjeros en los distintos países de la región y dotar de una mayor liquidez y profundidad a sus mercados de deuda es conveniente que **los procesos de estandarización de los distintos países sigan pautas comunes**. Ello se refiere tanto a las características de los instrumentos a emitir como a los procedimientos de colocación (véase sección siguiente).

⁹ Con la denominación “tesorerías nacionales” nos referimos a los organismos encargados de la gestión y emisión de deuda pública. En algunos países es la propia Tesorería Nacional, en otros la Dirección General de Crédito Público, y en otros el Ministerio de Finanzas.

Sería deseable que, como ocurre en los mercados financieros más desarrollados, los instrumentos de deuda a corto plazo fueran emitidos al descuento (emisiones cupón cero). En lo que se refiere a los plazos a emitir, éstos deberían concentrarse en una serie de plazos estandarizados que permitieran el desarrollo de una curva de tasas de interés. Dicha curva debe abarcar todos los plazos, desde el más corto hasta, progresivamente, los más largos. A ser posible, los plazos elegidos deben coincidir con los estándares internacionales que, de forma natural, se han ido imponiendo. Estos son: 1, 3 y 6 meses y 1, 3, 5, 10, 15, y 30 años.

IV.2.2. Definición de los mecanismos de emisión : Subastas

La mayoría de los países que pretenden que los métodos de financiación de su deuda giren en torno al principio de competitividad y de libre concurrencia utilizan la subasta como método principal de emisión. Sin embargo, cada sistema financiero utiliza un mecanismo de subasta propio. Es muy difícil encontrar dos países cuyos Tesoros hayan adoptado procedimientos de subasta idénticos. Incluso es habitual encontrar una gran diversidad de pareceres sobre cuál es el mecanismo óptimo de subasta para un país determinado. Esto se debe a varias razones, aunque la principal reside en la inexistencia de un sistema de subasta que sea teóricamente superior a todos los demás. De esta manera, en las discusiones se mezclan todo tipo de consideraciones, incluyendo, de manera subrepticia, los intereses de distintos grupos de presión, tanto públicos como privados.

Como se ha comentado, la mayoría de los países que pretenden que el mecanismo de emisión de la deuda gire en torno al principio de competitividad y de libre concurrencia utilizan la subasta como método central de emisión. Es imprescindible afianzar los principios de competitividad y de libre concurrencia en el corazón del sistema. En consecuencia, es altamente prioritario que la subasta se establezca definitivamente como el método principal de emisión de la deuda pública.

IV.2.3. Restricciones al acceso directo a la subasta.

Una característica bastante extendida entre los diversos sistemas financieros internacionales consiste en que el acceso directo a las subastas de títulos públicos no está abierto a todos aquellos que desean participar. Por el contrario, normalmente el emisor público, de acuerdo con los organismos reguladores, establece una serie de requisitos para el acceso directo a las subastas. Es decir, se restringe el conjunto de entidades que pueden llevar órdenes a la subasta, ya sea por cuenta propia o por cuenta de terceros. A estas entidades seleccionadas se les concede, de facto, el monopolio administrativo en la canalización de las órdenes del público y de otras instituciones excluidas del acceso directo a la subasta. Normalmente, este tipo de restricciones se justifican en base al riesgo de contrapartida y en base a los medios técnicos y profesionalidad que se deben tener para que el proceso de subasta, en su conjunto, tenga garantías de estabilidad y buen funcionamiento práctico.

En la mayoría de países de la región este monopolio de facto está en manos de los puestos de bolsa que, además, tienen unos compromisos limitados con los distintos

tesoros. Dada la importancia del papel público en el mercado interbancario, que hemos discutido en una sección anterior, debería contemplarse la posibilidad de permitir el acceso directo de las entidades financieras a las subastas.

Por otro lado, en algunos de los países analizados se observa una gran concentración de los stocks y flujos en un conjunto reducido de entidades, las cuales acostumbran a ser de propiedad pública. Este problema también se extiende al ámbito de las pujas en la subasta.

Las consideraciones realizadas hasta ahora sobre la importancia de la subasta no deben ser motivo para excluir la posibilidad de utilizar otros mecanismos de emisión de papel, especialmente cuando estos otros mecanismos no supongan una amenaza a la competitividad y eficiencia del mecanismo de formación de precios de la subasta. En concreto, nos referimos a aquellos casos en los que los pequeños inversores tienen la posibilidad de acceso directo a la subasta (en el tramo no competitivo), lo que suele conocerse como el procedimiento de “ventanilla”. La ventanilla es un mecanismo de distribución de deuda pública al público al por menor que ha gozado de una gran popularidad en algunos países y que puede complementar el resto del mercado siempre que por este procedimiento se coloquen los mismos títulos que en las subastas.

IV.2.4. Propuesta de agenda para el desarrollo del mercado primario de deuda pública

Una estrategia de desarrollo del mercado primario de deuda pública es una tarea amplia que debería tener un horizonte de largo plazo. En la propuesta formulada a continuación se sugieren los siguientes límites para enmarcar el proyecto: (i) se proporcionará asistencia técnica para que cada país defina su propio marco; (ii) los esfuerzos se concentrarán en el diseño de títulos y de un mercado líquido de corto plazo (condición imprescindible para desarrollar el largo plazo). Esta propuesta excluye el diseño de títulos de largo plazo y la elaboración de una estrategia global de financiamiento del déficit público. Ambos temas son importantes pero se encuentran fuera del ámbito de este proyecto.

A continuación se proponen las acciones estratégicas para el desarrollo del mercado primario:

- Determinación de las deficiencias institucionales en la distribución de la deuda pública.
- Coordinación entre las colocaciones del Ministerio de Hacienda y del Banco Central.
- Diseño de los títulos a emitir.
- Estrategia de colocación (presencia e información al mercado).

- Reglas de funcionamiento de la subasta y participantes (derechos y responsabilidades).

IV.2.5. Mercado primario: Organización y actividades

Contrapartes

La redefinición de la estrategia de desarrollo del mercado primario de deuda pública requiere del liderazgo del Ministerio de Hacienda con un apoyo del Banco Central en aquellos países en los que éste tenga responsabilidades en el mercado de valores. Este plan debería ser decidido en consulta con el sector bancario y bursátil. Se sugieren las siguientes contrapartes:

- El Ministerio de Hacienda como coordinador y responsable de las decisiones. Debería incluir responsables de la Tesorería y del área de Crédito Público
- El Banco Central para coordinar con aquellas áreas comunes vinculadas a la organización de las subastas.
- Representantes de las bolsas de valores como representantes de los puestos de bolsa, puesto que en la actualidad constituyen el principal mecanismo de distribución de la deuda pública.

Actividades

- Diagnóstico de las características institucionales del mercado primario y su impacto sobre la reorganización de los mercados de deuda pública.
- Foro de alto nivel para apoyar la elaboración de los aspectos estratégicos de la agenda.
- Talleres y apoyo técnico en la elaboración de una agenda local (coordinada con la agenda regional, ver Sección IV.4)
- Diseño de organización institucional y reglas de funcionamiento del mercado primario (subasta).

IV.3 Plan estratégico para el desarrollo del mercado secundario de deuda pública

La definición de las bases para el desarrollo del mercado secundario debe partir del principio de incentivar la liquidez. Varios son los mecanismos que pueden implementarse para incrementar la liquidez del mercado y mejorar la integración de los mercados de deuda centroamericanos.

IV.3.1. Especialización de mercados secundarios según sus objetivos y participantes

Las reglas de funcionamiento y de acceso directo a los mercados secundarios de deuda son un aspecto fundamental de su definición. En la mayoría de los países coexisten diferentes mercados, a los que tienen acceso directo distintos tipos de instituciones e intermediarios financieros y que funcionan con reglas un tanto diferenciadas.

Las bolsas suelen restringir el acceso directo a la negociación al ámbito de sus miembros. Como ya se ha comentado, frecuentemente, los bancos están excluidos del acceso directo a las bolsas, aunque en algunos casos pueden hacerlo de manera indirecta a través de puestos de bolsa de su propiedad.

Las restricciones mencionadas de los mercados organizados en torno a las bolsas han propiciado el desarrollo de mercados OTC (Over-the-Counter) de carácter interbancario. Es decir, mercados en los que únicamente pueden acceder aquellos intermediarios que gozan de un cierto nivel de capitalización y tienen líneas de riesgo de contrapartida establecidas con los demás participantes.

En la mayoría de los países, siendo contadas las excepciones, el mercado de deuda pública se ha ubicado en el mercado interbancario a medida (OTC), dejando para las bolsas las operaciones residuales de menudeo. Esto es debido a que los miembros de la bolsa acostumbran a tener una capitalización relativamente baja. Esta limitación restringe enormemente la posibilidad de actuar como contrapartida en operaciones de volumen entre inversores de un cierto tamaño, y por tanto, limita las posibilidades de desarrollar un mercado secundario líquido.

Aunque en los países analizados el mercado de deuda gira entorno a los puestos de bolsa, debería plantearse la conveniencia de organizar mercados de tipo mayorista en el marco de la organización bursátil (conviviendo con los mercados bursátiles minoristas) o alrededor del mercado interbancario. Esta última opción permitiría la participación de los Bancos Centrales como un apoyo en la redistribución de la liquidez del sistema, tal y como se ha señalado en los apartados IV.1.2. y IV.1.3.

IV.3.2. Creación de esquemas de creadores de mercado privados.

Otro aspecto muy importante en el desarrollo de un mercado secundario es el funcionamiento de un esquema de creadores de mercado. Los creadores de mercado son un conjunto de entidades financieras que se comprometen a cotizar, al resto del mercado y entre sí, precios de compra y de venta, con un spread o diferencial máximo y unos volúmenes ofertados y demandados mínimos. Dicha cotización tiene un carácter continuo, pero dinámico. Es decir, se cotiza durante toda la sesión de negociación, pero los precios van cambiando según las condiciones del mercado. La obligación de cotizar únicamente se interrumpe en aquellos casos en los que el mercado esté experimentando eventos extraordinarios.

La presencia de un sistema de creadores de mercado ofrece a todos los participantes del mercado la seguridad de que siempre podrán deshacer sus posiciones o cubrir sus ventas en corto a algún precio. En otras palabras, funciona como un seguro de liquidez. En la práctica, no obstante, muy pocas operaciones se cruzan contra las posturas de los creadores de mercado. Normalmente, los precios cotizados por los creadores de mercado ofrecen unos márgenes de referencia al resto del mercado, dentro de los que tiene lugar la operativa del mercado.

Los esquemas de creadores de mercado son una práctica muy extendida en la mayoría de los sistemas financieros. No sólo se dan en sistemas plenamente desarrollados, sino también en casos en los que el mercado se encuentra en una fase inicial. Podríamos ir un poco más lejos y afirmar que, en la mayoría de los casos, el desarrollo del mercado se ha apoyado fuertemente sobre la base de una sólida estructura de creadores de mercado. Esta ha sido la experiencia de Estados Unidos, Francia, España o Inglaterra. Ejemplos de mercados de deuda que están empezando y que han elegido la vía de los creadores de mercado son Colombia y Argentina, por mencionar algunas de las experiencias más recientes. En definitiva, en la mayoría de los casos en que se ha optado por establecer un sistema de creadores de mercado, la función de los mismos se ha demostrado extremadamente positiva, siendo su contribución especialmente notable en las fases iniciales del desarrollo del mercado.

IV.3.3. Compensación y liquidación de valores

El desarrollo de mercados secundarios líquidos ha ido asociado en los países desarrollados a cambios estructurales en los mecanismos de circulación de los valores. La figura del título-valor con sus leyes de circulación basadas en la tradición o el endoso ha resultado insuficiente desde el punto de vista operativo para los volúmenes que se han llegado a transar en los mercados secundarios. La sostenibilidad de estos mercados y el mantenimiento de su potencial de crecimiento ha obligado a modificaciones de tipo jurídico y de tipo institucional y operativo.

Desde el punto de vista jurídico se han modificado las leyes de circulación de los títulos-valores mediante su inmovilización o desmaterialización. Modificaciones legales y reglamentarias han permitido que los traspasos de titularidad tengan suficiente respaldo jurídico con las anotaciones realizadas por una entidad designada sobre las cuentas de los beneficiarios finales.

Por el lado institucional ha sido necesario desarrollar una entidad neutral y con suficiente representación por parte del mercado para llevar los registros de la propiedad de los valores. En muchos mercados esta entidad se inició como un servicio de la bolsa de valores para verificar la existencia de los títulos físicos que se contrataban en ella. Posteriormente se convirtió en un depósito centralizado de valores que podían ser retirados una vez realizada la operación, y finalmente se transformaron en registros de anotación en cuenta de la propiedad de valores, los cuales podían estar bajo el estatus de inmovilización o de desmaterialización. En algunos mercados en los que la presencia del Banco Central en la organización del mercado de deuda pública es importante (Estados Unidos, Francia, Reino Unido, España), éste ha sido el responsable de constituir la central de anotación en cuenta de la deuda pública.

En tercer lugar, desde el punto de vista operativo ha sido necesario modificar procedimientos basados en la entrega física de valores por procedimientos que mantuvieran las mismas condiciones de seguridad en un marco de anotaciones en cuenta de valores. Estos cambios suponen tres tipos de modificaciones: (i) nuevos procedimientos en el depositario central; (ii) soporte tecnológico adaptado a un contexto

de valores inmovilizados o desmaterializados; (iii) nuevos procedimientos administrativos en los intermediarios y custodios de valores. Estos últimos, conocidos también como “back-office”, toman una relevancia mayor en un contexto de valores desmaterializados, ya que sus registros son una base indispensable para determinar la propiedad de los valores. Se hará mención a este tema en el apartado de regulación.

Por otra parte, el crecimiento de los mercados secundarios ha ido asociado a un aumento del riesgo sistémico, lo cual ha hecho indispensable el desarrollo de mecanismos de gestión del riesgo. Estos suponen un costo adicional para el mercado, pero queda compensado por la protección ante crisis sistémicas y por aumentar el potencial de crecimiento del mercado.

Los principios del Grupo de los 30 sobre compensación y liquidación, que fueron emitidos a finales de los 80 como un estándar de calidad para los países industrializados, deberían ser tomados en cuenta en su justa medida por los mercados emergentes. Sin dejar de considerarlos como un marco de referencia, es importante tener en cuenta que estos principios daban por cumplida una mínima base tecnológica y operativa de la que algunos de los mercados considerados carecen. Por ello, es importante abordar los temas de compensación y liquidación en mercados en desarrollo desde una perspectiva que se adapte a sus posibilidades institucionales y económicas.

Finalmente, la forma de organización de los mecanismos de compensación y liquidación está directamente relacionada con la organización del mercado secundario. A modo de ejemplo, un mercado que potencie la realización de operaciones de deuda pública de tipo mayorista entre bancos excluirá a la bolsa de la organización del depositario central y de la cámara de liquidación, lo cual también podría determinar que el procedimiento de liquidación sea de tipo bilateral sin sistema de garantía de las operaciones. Por el contrario, un mercado organizado en torno a las bolsas daría una gran relevancia a éstas en la organización institucional y operativa del sistema de compensación y liquidación. Además el pequeño tamaño de los miembros de bolsa en comparación con los bancos, conduciría a elegir un sistema de compensación y liquidación multilateral neto con un mecanismo asociado de garantía de las operaciones. En la mayor parte de los mercados desarrollados existen las dos opciones ya que responden a necesidades diferentes.

Casi todos los países centroamericanos han tenido iniciativas importantes en la constitución de depositarios centrales en torno a las bolsas de valores. En el marco de un proyecto de desarrollo del mercado secundario resulta indispensable definir el alcance de la reorganización de la compensación y liquidación en los siguientes aspectos: (i) nuevos procedimientos de liquidación (en los intermediarios y en el depositario central) que aumenten el potencial de crecimiento del mercado a través de una mayor eficiencia y seguridad en un contexto de mayores volúmenes y de inversión extranjera; (ii) establecimiento de mecanismos de gestión del riesgo adecuados al tipo de mercado que se pretende desarrollar; (iii) definición del marco institucional para la compensación y liquidación de valores en función de la estrategia de mercado. Adicionalmente, si el

objetivo es facilitar las transacciones regionales, deberían establecerse una serie de estándares y convenciones operativas similares para la región.

IV.3.4. Propuesta de agenda para el desarrollo del mercado secundario de deuda pública

De acuerdo con las secciones anteriores, la agenda para el desarrollo del mercado secundario debería centrarse en los aspectos relativos a: i) el tipo de participantes en dicho mercado, ii) el sistema de incentivos para que un grupo de agentes tuviera una participación activa y continua, iii) la movilización de valores por la vía de los reportos y iv) la compensación y liquidación de valores.

Siguiendo la pauta establecida para el mercado primario, uno de los objetivos fundamentales es proporcionar asistencia técnica para que cada país defina su propio marco institucional del mercado de valores.

Se proponen, siguiendo el formato de acciones estratégicas y de microestructura, los siguientes temas de trabajo:

- (i) Agenda estratégica para la organización institucional del mercado secundario:
 - Determinación de las deficiencias institucionales en la organización del mercado secundario.
 - Propuesta de organización del mercado secundario: entidades responsables (bolsas y mercados extrabursátiles) y participantes en los mercados.
 - Propuesta del alcance de la infraestructura básica del mercado secundario y de sus responsables institucionales: sistema de negociación y sistema de compensación y liquidación.
- (ii) Instrumentación (microestructura) de las decisiones tomadas en la agenda estratégica en función del objetivo de armonización regional:
 - Diseño y desarrollo de un sistema de negociación de mercado secundario que permita tres tipos de operaciones: mayoristas, minoristas y creadores de mercado.
 - Diseño de un esquema de negociación de reportos que incluya (a) convenciones de valoración; (b) mecanismo de cálculo de garantías para monitorear su riesgo; (c) mecanismo de custodia del subyacente para reportos entre bancos y entre puestos de bolsa.
 - Diseño e implementación de un esquema de creadores de mercado (incluyendo formación).
 - Diseño de un marco de referencia básico para los procedimientos de compensación y liquidación en la región que incluya las peculiaridades de cada país (formato de "Blueprint").

IV.3.5. Mercado secundario: organización y actividades

Contrapartes

La estrategia de desarrollo del mercado secundario de deuda pública requiere del liderazgo del Ministerio de Hacienda con un apoyo del Banco Central en aquellos países en los que éste tenga responsabilidades en el mercado de valores. Además debería incluirse al órgano regulador del mercado en la medida que se adopten decisiones sobre los sistemas de negociación y la organización institucional del mercado. Este plan debería ser decidido en consulta con el sector bancario y bursátil. Se sugieren las siguientes contrapartes:

- El Ministerio de Hacienda como coordinador y responsable de las decisiones. Debería incluir responsables de la Tesorería y del área de Crédito Público.
- El Banco Central para coordinar con aquellas áreas comunes vinculadas a la organización de los mercados de liquidez, en particular los reportos.
- El supervisor de valores para coordinar la reglamentación de la organización de los mercados secundarios.
- Representantes de las bolsas de valores como representantes de los puestos de bolsa y como organizadores de los mercados secundarios.
- Representantes del sector bancario como usuarios del mercado de reportos.

Actividades

- Diagnóstico de las características institucionales del mercado secundario de cada mercado y su impacto sobre la reorganización de los mercados de deuda pública.
- Foro de alto nivel para apoyar la elaboración de los aspectos estratégicos de la agenda.
- Talleres y apoyo técnico en la elaboración de una agenda local, coordinada con la agenda regional.
- Diseño de organización institucional y reglas de funcionamiento del mercado secundario.
- Diseño y formación de un esquema de creadores de mercado.
- Diseño informático y desarrollo de un sistema de negociación electrónico de deuda pública apto para operaciones mayoristas, minoristas y de creadores de mercado.

IV.4. Aspectos operativos de carácter regional

Como ya se ha comentado, en un contexto dónde se considera el desarrollo simultáneo de los mercados de los distintos países de la región, es fundamental establecer ciertas pautas comunes sin menoscabo del respeto a las particularidades de cada país. Desde una perspectiva regional, algunas actuaciones podrían favorecer la diseminación de la

información, lo que aumentaría el atractivo de las operaciones transfronterizas y la inversión de inversionistas no residentes en la región. Entre ellas podríamos destacar:

- a) Definición de criterios homogéneos de valoración de los instrumentos negociados.
- b) Diseño de un sistema de negociación sobre unas bases conceptuales homogéneas.
- c) Difusión de la información (estandarizada) en una web de webs regional, participada por todas las tesorerías y Bancos Centrales.
- d) Elaboración de índices sectoriales, nacionales y regionales de deuda pública.

Seguidamente se resumen los puntos anteriores:

a) Definición de criterios homogéneos de valoración de los instrumentos negociados

Como se ha comentado anteriormente, existe una cierta dispersión en los criterios de valoración de los activos transados en cada país. Dado que es evidente que los criterios de valoración y cotización son el fruto única y exclusivamente de convenciones, mas o menos convenientes, sería altamente deseable que dichos criterios fueran lo más homogéneos posibles en toda la región, aunque salvaguardando las especificidades de los instrumentos negociados en cada uno de los países. Dado que se requiere un punto de referencia hacia el cual ir migrando las prácticas actuales, parece aconsejable definirlo teniendo muy presente cuáles son las convenciones al respecto de los mercados internacionales.

b) Diseño de un sistema de negociación sobre unas bases conceptuales homogéneas

Este es uno de los aspectos más complejos, pero más importantes para conseguir proyectar una imagen coherente y de mercado integrado en la zona centroamericana. Se trata de definir las características que deberían tener los diferentes sistemas de negociación de la zona para permitir un aprovechamiento conjunto de las innovaciones tecnológicas y permitir que los inversores internacionales entiendan con facilidad cuáles son las reglas bajo las que se va a negociar su dinero y sus inversiones financieras. De la misma manera, se va a fomentar los flujos de inversión entre los distintos países de la zona.

c) Difusión de la información (estandarizada) en una web de webs regional, participada por todas las tesorerías y Bancos Centrales.

Se trata de crear un conjunto de páginas web que contendría información sobre los aspectos más relevantes de cada uno de los mercados de la región. Entre otras cosas, la web debería incluir información sobre tipos de instrumentos, características, descripción de mercados, precios de cierre (para valoración), métodos de cotización, calendarios de subastas, etc.

La web debería ser gestionada por una única entidad "multilateral", pero la responsabilidad de la actualización de los datos e información correría a cargo de cada una de las instituciones nacionales.

d) Elaboración de índices sectoriales, nacionales y regionales de deuda pública

La función de estos índices deberá ser la de permitir a un inversor de otro país tener un punto de referencia sobre cómo evoluciona el mercado en cada uno de los países de la región, sin tener que seguir cada una de las referencias negociadas. Otra función de los índices debería ser permitir que los inversores extranjeros pudieran tomar una posición en la región, o en un subconjunto de países de la región, a través de alguna forma de "securitización" de los índices. La definición de un conjunto de índices que reúnan todas estas características no es una tarea fácil, ya que existe una diversidad de instrumentos y sus características de liquidez también son un tanto heterogéneas.

IV.4.1. Propuesta de agenda para la definición de aspectos operativos comunes

El principal objetivo de esta agenda es subrayar los aspectos operativos susceptibles de armonización regional. Todos los temas mencionados en las agendas estratégicas para el desarrollo de los mercados primario y secundario deben ser abordados con una perspectiva regional, aunque tienen sobre todo implicaciones locales. Se mencionarán aquellos **temas de mayor importancia para que la región sea considerada de forma global.**

- Armonización en el diseño y en las convenciones de valoración de los títulos de corto plazo.
- Armonización en el diseño conceptual de los sistemas de negociación del mercado secundario de deuda pública.
- Diseño de un marco de referencia sobre los procedimientos y la organización operativa de la compensación y liquidación en la región.
- Establecimiento de formatos de información estandarizada sobre la actividad en los mercados y diseño de mecanismos de difusión a través de la web.
- Elaboración de índices locales y regionales sobre los instrumentos de mayor actividad en cada mercado.

IV.4.2. Coordinación regional: organización y actividades

Contrapartes

Para una adecuada armonización de los aspectos operativos a nivel regional es necesaria la participación de:

Actividades

- Foro de alto nivel para apoyar la elaboración de los aspectos estratégicos de la agenda.
- Talleres y apoyo técnico en la elaboración de una agenda regional.
- Taller para la definición de las convenciones de valoración de los instrumentos.
- Taller para la definición de las características comunes de los sistemas de negociación.

- Taller para la definición de la información relevante que debe ser difundida y actualizada en la web.
- Taller de formación para la elaboración de índices locales y regionales.

IV.5. Impulso a la inversión colectiva: Fondos de Inversión

Uno de los aspectos más importantes para el desarrollo de los mercados de deuda de la región consiste en lograr la reestructuración de la inversión institucional, organizándola en torno a la figura de los Fondos de Inversión. El desarrollo de una vigorosa industria de Fondos de Inversión será uno de los factores claves para conseguir que se atenúe el problema de la concentración en el sistema. El impacto de la actuación de los Fondos se hará sentir tanto en los mercados primarios como en los secundarios.

Los Fondos también serán figuras imprescindibles para propiciar el cambio de la actual situación en la que los bancos toman depósitos a bajas tasas de remuneración, con el objetivo de comprar deuda en el primario, obteniendo diferenciales elevados.

Para que los Fondos de Inversión se desarrollen convenientemente, es imprescindible que el marco regulatorio que los ampara satisfaga una serie de principios mínimos. En particular:

- i) La regulación debería contemplar la separación estricta de la actividad de gestión del Fondo de la de custodia o depositaria de sus activos. Cada entidad gestora debería tener una entidad depositaria. Ninguna entidad debería poder ser a la vez gestora y depositaria de un mismo Fondo de Inversión.
- ii) Ninguna entidad debería poder ser custodio de Fondos que estén gestionados por una sociedad perteneciente al mismo grupo, salvo cuando se cumplan normas de separación establecidas reglamentariamente.
- iii) El custodio debería ser responsable de la custodia de los valores, sin que esta responsabilidad se viera afectada por el hecho de que pueda confiar a un tercero la administración de parte o de la totalidad de los valores cuya custodia tenga encomendada.
- iv) La regulación debería establecer unos criterios de diversificación para evitar que las instituciones con excedentes para invertir los concentren en un único Fondo, diversificando así el riesgo de gestión.

Es importante destacar que la puesta en práctica de una estrategia de incentivos apropiada puede originar un desarrollo más rápido de los Fondos de Inversión. En algunos países el Tesoro Público ha primado de diversas formas a aquellos Fondos que adquirirían el compromiso de invertir una cierta proporción de su patrimonio en deuda pública. Por ejemplo, en España el Tesoro instituyó la figura de los Fondos Tesoros. Estos son Fondos de Inversión cuyo patrimonio está invertido exclusivamente en deuda del Estado. Como contrapartida, el Tesoro inició una campaña masiva de promoción, publicidad y formación al público sobre las ventajas de invertir en los mencionados

Fondos. El resultado de esta experiencia ha sido altamente satisfactorio y supuso un coste reducido para el Tesoro español.

La existencia de un sector de Fondos de Inversión desarrollado y dinámico será fundamental para poder atraer la inversión extranjera. Los capitales no residentes han cambiado, en los últimos años, sus vehículos de entrada en los distintos países. Hoy en día el vehículo preferido y más utilizado es la figura del Fondo de Inversión. No es recomendable llevar a cabo emisiones especiales para la inversión exterior porque implican una serie de problemas, entre los cuales destacamos el riesgo de divisa y la segmentación del mercado. Con la creación de fondos de inversión para no residentes adecuadamente estructurados, se podría alcanzar el objetivo de apelación al ahorro exterior sin tener que asumir los inconvenientes mencionados.

IV.5.1. Propuesta de agenda para Instrumentos de Inversión Colectiva

Se proponen las siguientes áreas de trabajo para tres áreas con un grado de intensidad diferente para abordar la armonización de los aspectos de regulación y supervisión. Cada país, de acuerdo con sus intereses y necesidades, podría incorporarse a una o varias áreas de trabajo:

- Análisis de las deficiencias de los instrumentos de inversión colectiva actuales
- Formación en temas que puedan ser incluidos en la legislación local o desarrollados por cada una de las entidades públicas responsables relativos a la regulación y supervisión de instrumentos de inversión colectiva (fondos de inversión y de pensiones). En particular, i) diferenciación de: gestora, depositario y custodio, ii) diversificación en las inversiones.
- Manual de cuentas y de auditoría para fondos de inversión.

IV.5.2. Instrumentos de Inversión Colectiva: organización y actividades

Contrapartes

La contraparte en esta área de trabajo debería ser el Ministerio de Finanzas y el organismo del sector público responsable de regular y supervisar el mercado de valores.

Actividades

Las actividades que se proponen son de tres tipos según el grado de intensidad del trabajo.

- Talleres de análisis de la situación actual de los instrumentos de inversión colectiva.
- Formación para los temas de fondos de inversión (diversificación, separación gestora/depositario/custodio) y su desarrollo.
- Elaboración de manuales de cuentas y de auditoría para fondos de inversión y de pensiones.

IV.6. Estándares de regulación y de supervisión

La regulación y la supervisión de los mercados de deuda pública es de una naturaleza diferente a la del mercado de deuda privada y de acciones. En estos últimos existen una serie de temas vinculados a la normativa contable y a la publicación de hechos relevantes de los emisores privados que no existen en el mercado de deuda pública. En este sentido la tarea de armonizar la regulación del mercado de deuda pública en la región centroamericana se simplifica. La regulación y supervisión debe centrarse en los aspectos de funcionamiento del mercado (transparencia y seguridad de los procesos de liquidación) y de gestión del riesgo de los intermediarios.

A continuación se explican con más detalle los aspectos de tipo regulatorio y de supervisión que se consideran más relevantes para el desarrollo e integración de los mercados de la región.

V.6.1. Estándares de regulación y supervisión para los mercados de deuda pública

IV.6.1.1. Estándares para la gestión del riesgo del mercado secundario

El aspecto que desde el punto de vista regulatorio y de supervisión tiene mayor relevancia en un contexto de desarrollo de los mercados secundarios de deuda pública y de su integración regional es, en primer lugar, el aumento de riesgo sistémico y, en segundo lugar, un mayor riesgo operativo asociado a la seguridad jurídica de los trasposos de titularidad de los valores. Como se ha señalado en los apartados III.3.5. y III.4.3. el predominio del mercado primario ha tenido como consecuencia una menor atención sobre ambos aspectos.

Adicionalmente, la importancia del mercado de deuda pública para la gestión de la liquidez del sector bancario hace que este tema sea relevante tanto para el supervisor del mercado de valores como para el supervisor bancario y el Banco Central. En el marco de los grupos de trabajo del Banco Internacional de Pagos se han emitido normas-marco para la gestión del riesgo sistémico relacionado con valores. Es importante tenerlas en cuenta, sin embargo el diferente desarrollo de los mercados centroamericanos y, en particular, la inexistencia de mercados de derivados hacen necesario que se desarrolle un modelo de normas-marco adecuadas para la región.

Algunos de estos temas ya han sido explicados en otras apartados de este informe. A efectos de tener un compendio de los temas regulatorios que ameritarían atención se propone la siguiente lista:

- (i) Participación del sector público (a través del Banco Central o de la Superintendencia) en la supervisión de los intermediarios de valores con criterios similares a los aplicados en el sector bancario .
- (ii) Elaboración de normas-marco para la organización del back-office de los intermediarios de valores.
- (iii) Elaboración de una normativa prudencial en función de los riesgos asumidos en el mercado secundario.

- (iv) Elaboración de procedimientos estándar de compensación y liquidación que incluyan mecanismos de gestión del riesgo asociado a la liquidación en el mercado secundario.
- (v) Elaboración de un código de conducta de los intermediarios.
- (vi) Elaboración de una normativa y metodología de supervisión para evitar prácticas de fijación no competitiva de los precios.

IV.6.1.2. Estándares regulatorios para el desarrollo de la liquidez local y la inversión transfronteriza

Existen una serie de regulaciones de tipo administrativo que dificultan, por una lado, el desarrollo de los mercados de liquidez y de deuda pública y, por otro, las inversiones entre países de la región.

En lo que se refiere a la liquidez local el principal obstáculo que se ha encontrado es en la interpretación del significado económico de los reportos (ver apartados III.4.1.; III.3.4.2. VI.1.2.; VI.1.3.; VI.2.2.3.). A pesar de haberlo señalado anteriormente en este informe, es importante volver a repasar las implicaciones de la figura del reporto para el desarrollo del mercado de deuda pública. En primer lugar, constituye un elemento esencial para la gestión de la liquidez del sector bancario, y es el primer paso para el desarrollo de un mercado de dinero eficiente, el cual es imprescindible para la aparición de un mercado secundario de deuda de largo plazo. Por ello se recomienda que en aquellos países en los que existe **encaje sobre los reportos interbancarios** se valoren los beneficios de **su eliminación**.

En segundo lugar, tal y como se explica en el apartado III.4.2., debería reconsiderarse la interpretación legal que impide que los **Bancos Centrales realicen operaciones de reporto** en el mercado con títulos de deuda pública como subyacente. Si estos reportos se realizan conforme a normas de mercado y con los intermediarios financieros no debería interpretarse como una forma de financiamiento indirecto al Gobierno. Por el contrario, este tipo de reportos le dan una gran transparencia a las operaciones de mercado abierto del Banco Central (drenaje/inyección de liquidez) y puede tener efectos beneficiosos sobre la liquidez del mercado.

Finalmente, en lo que se refiere a las inversiones transfronterizas sería importante **homologar los títulos públicos del resto de la región a títulos públicos locales** (ver III.5.1). La prohibición de la negociación y de la inversión en estos títulos en algunos países no impide que los grupos financieros realicen estas inversiones a través de mecanismos no sujetos a supervisión (operaciones “off-shore”). Esta homologación debería permitir la negociación en los mercados secundarios locales de **los títulos sujetos a los estándares de armonización regional**. Por otra parte la prohibición, en algunos de los países, a las entidades financieras de invertir en títulos de deuda pública de la región debería sustituirse por una autorización sujeta a normas prudenciales que cubran los riesgos asociados a estos títulos (tipo de cambio, liquidez, pérdida de capital,...). Esta normativa prudencial puede ser relativamente onerosa al principio, pero

a medida que avance la integración regional de los mercados de deuda pública y que mejore la liquidez de cada uno de los mercados locales los riesgos disminuirán y los requisitos patrimoniales adicionales serán menores.

IV.6.2. Propuesta de agenda para la definición de estándares mínimos de regulación y supervisión

Se proponen tres áreas con un grado de intensidad diferente para abordar la **armonización de los aspectos de regulación y supervisión**. Cada país, de acuerdo con sus intereses y necesidades, podría incorporarse a una o varias áreas de trabajo:

- (i) **Formación en temas que puedan ser incluidos en la legislación local o desarrollados por cada una de las entidades públicas responsables.** El principal objetivo es explicar la norma internacionalmente aceptada y sus implicaciones de forma que cada país pueda adoptarla a sus circunstancias. Los temas que se abordarían bajo la forma de taller son los siguientes:
 - Regulación y supervisión de instrumentos de inversión colectiva (fondos de inversión y de pensiones).
 - Regulación y supervisión de intermediarios de valores desde el punto de vista de la normativa prudencial.
 - Regulación y supervisión para limitar la fijación no competitiva de precios en el mercado.
- (ii) **Elaboración de normas-marco (“blueprint”) que sirvan de referencia para la región.** Las normas cuya aplicación podría tener mayor interés en el marco de un proyecto regional son:
 - Controles internos y manuales básicos de procedimientos de los intermediarios y de los custodios de valores (“back-office”).
 - Controles internos y manuales básicos de procedimientos de los depositarios centrales de valores.
 - Controles internos y manuales de procedimientos básicos de las cámaras de compensación y liquidación de valores.
 - Principios de funcionamiento y gestión del riesgo de operaciones de reporto.
 - Principios de un Código de Conducta de los Intermediarios.
- (iii) **Elaboración de manuales de cuentas y de auditoría que puedan ser fácilmente aplicables por los países de la región.**
 - Manual de cuentas y de auditoría para fondos de inversión.
 - Manual de cuentas y de auditoría para intermediarios de valores.

- Manual de cuentas y de auditoría para depositarios centrales.

IV.6.3. Estándares de regulación y supervisión: organización y actividades

Contrapartes

La contraparte en esta área de trabajo debería ser el organismo del sector público responsable regular y supervisar el mercado de valores.

Actividades

Las actividades que se proponen son de tres tipos según el grado de intensidad deseado:

- Talleres de formación para los temas de normas prudenciales de intermediarios, supervisión de mercado y fondos de inversión.
- Foros regionales con asistencia técnica para el establecimiento de normas-marco en los temas de controles internos y procedimientos de back-office de intermediarios, custodios y depositarios centrales; gestión del riesgo de operaciones de reporto y Código de Conducta.
- Elaboración de manuales de cuentas y de auditoría para intermediarios, fondos de inversión y depositarios centrales.

Resumen de la situación actual por países y propuesta de Agenda
A.I. RESUMEN DE LA SITUACIÓN ACTUAL POR PAÍSES

AI.1. COSTA RICA

AI.1.1. Mercado interbancario y gestión de la liquidez del sistema.

El principal objetivo de la política monetaria en Costa Rica es el mantenimiento de un deslizamiento del tipo de cambio del colón con el dólar norteamericano igual al diferencial de inflación previsto entre los dos países. El Banco Central de Costa Rica (BCCR) interviene en el mercado monetario con la subasta semanal de Bonos de Estabilización Monetaria, en el marco de la subasta conjuntamente realizada con la Tesorería Nacional (TN).

En la subasta conjunta, como su nombre indica, el BCCR y la TN se reúnen semanalmente para emitir instrumentos de deuda. En dicha subasta se emiten indistintamente BEMs (que corresponden al BCCR) o Títulos de Propiedad cupón cero (que corresponden a la TN), dependiendo de las necesidades.

Los BEMs son títulos cupón cero emitidos generalmente a un plazo de seis meses (o inferior).

El nivel de encaje ha disminuido en los últimos años, situándose en la actualidad en el 15 % de los pasivos computables, lo que ha incrementado los volúmenes de liquidez que el Banco Central debe drenar del sistema.

El BCCR dispone adicionalmente de una facilidad de crédito (tipo lombarda) y de una facilidad de depósito que pueden ser utilizadas por las entidades financieras. El grado de utilización de dichas facilidades es escaso.

El sistema bancario costarricense se caracteriza por la gran importancia que tienen los tres bancos públicos. Esto tiene como consecuencia que la mayor parte de la liquidez del sistema se encuentra concentrada en estos tres bancos, lo cual determina una concentración importante de la demanda en las subastas de títulos públicos.

Los bancos suelen gestionar sus excesos o necesidades transitorias de tesorería a través de los puestos de bolsa, utilizando algunos de los instrumentos de inversión característicos de estos (CAVs y OPABs, véase sección siguiente). Además del mercado bursátil, existen tres mercados que facilitan la gestión de la liquidez bancaria, aunque están relativamente inconexos:

i) El Mercado interbancario “informal”, en el que los bancos se contactan directamente y cruzan operaciones. Al realizarse las liquidaciones mediante cheques o transferencias directas es difícil conocer qué operaciones de las realizadas entre bancos corresponden a préstamos interbancarios puros. Este mercado queda fuera del circuito de la bolsa.

ii) Mercado bursátil de liquidez (ML). Se trata de un mercado “overnight” de reportos sobre títulos públicos, en el que, a través de la Bolsa Nacional de Valores (BNV), operan

los puestos de bolsa para proveer liquidez a sus carteras y hacer frente a las redenciones de sus clientes (las grandes operaciones corresponden principalmente a participaciones mantenidas por los bancos). Este mercado es utilizado por los puestos de bolsa en caso de que no hayan podido obtener liquidez mediante reportos durante la sesión bursátil.

iii) Mercado interbancario electrónico. En este mercado participan los bancos en operaciones de préstamo sin colateral (las posiciones son públicas) o en operaciones con colateral (las operaciones son ciegas). Todas las operaciones son liquidadas en tiempo real a través del sistema de pagos del BCCR. La infraestructura tecnológica ha sido desarrollada por la BNV y ésta tiene la responsabilidad de la Dirección de Operaciones de este mercado. En este mercado se encuentra la facilidad lombarda del BCCR. A pesar de ello, los volúmenes operados son muy reducidos para cualquier tipo de operación.

AI.1.2. Mercados primario y secundario de deuda pública

Las autoridades costarricenses iniciaron un decidido programa de modernización y desarrollo de sus mercados de deuda a finales de 1997. Los principales resultados de esta iniciativa han sido un acceso regular de la TN al mercado por la vía de las subastas semanales y una relativa estandarización de los Títulos de Propiedad emitidos (se emiten en cuatro subastas consecutivas títulos con la misma fecha de vencimiento, son cupón cero, etc.). Ambas medidas son condiciones necesarias para el desarrollo del mercado y el aumento de liquidez. La estandarización todavía no ha llegado a los denominados Títulos Tasa Básica (deuda emitida a largo plazo a tipos flotantes).

Los puestos de bolsa tienen el monopolio del acceso al mercado primario (subasta) y al mercado secundario (Bolsa Nacional de Valores). Estas instituciones operan por cuenta de los bancos o de particulares principalmente a través de las Cuentas de Administración de Valores (CAV) o las Operaciones de Administración Bursátil (OPAB). El primer instrumento es una cartera mancomunada que gestiona el puesto de bolsa, mientras que en el segundo se identifica al inversor de forma individualizada. Estas carteras se ofrecen para invertir a corto plazo (hasta seis meses, pudiendo colocar un 30% en plazos hasta un año si se trata de títulos estandarizados) y los puestos de bolsa suelen asegurar implícitamente una rentabilidad determinada. Este producto debe cumplir con el encaje.

El mercado secundario se caracteriza por una elevada participación de los títulos de deuda pública (superior al 80%) y por una concentración en las operaciones de reportos (que suponen alrededor del 70% del mercado secundario). En general las posiciones tomadas en el mercado primario por los puestos de bolsa son posiciones a vencimiento, dada la preponderancia del papel a corto plazo. Así, en caso de necesitar liquidez (por exigencia de los clientes particulares o los bancos que han invertido en sus productos), los puestos suelen acudir al mercado de reportos.

AI.1.3. Instituciones e instrumentos de inversión colectiva

Los fideicomisos y comisiones de confianza, los CAV y OPAB, y los fondos de inversión y de pensiones son los principales instrumentos de inversión colectiva presentes en el mercado costarricense.

Los fideicomisos y comisiones de confianza son carteras mancomunadas que gestionan los bancos. En general se trata de planes de ahorro que operan en el medio y largo plazo.

Los CAV y OPAB son figuras de ahorro en las que las aportaciones de los partícipes no constituyen patrimonio jurídico separado, como en los fondos de inversión. Según establece la Ley del Mercado de Valores, estos instrumentos deberán desaparecer en un plazo máximo de cuatro años.

Los fondos de inversión tienen todavía un desarrollo limitado, pero la progresiva desaparición de los CAV y OPAB podría dinamizar de forma importante su crecimiento.

AI.1.4. Sistema de compensación y liquidación

Actualmente la bolsa tiene un depositario central cuya funciones son: (i) inmovilizar los títulos de aquellos clientes que lo deseen, (ii) realizar las gestiones de cobro ante el emisor y correspondiente pago de los intereses y principal de los títulos en él depositados, (iii) recibir el predepósito de los títulos antes de que sean vendidos en el mercado secundario, (iv) transferir la titularidad de los títulos de acuerdo con las operaciones realizadas en las bolsas y (v) gestionar los macrotítulos (correspondientes a una parte o la totalidad de determinadas emisiones cuando el emisor ha decidido emitir bajo esta modalidad para bajar sus costos de emisión de papel). El depositario central de la BNV es la Central de Valores (CEVAL).

La compensación y liquidación por el lado de los fondos es realizada por la bolsa. Esta subcontrata con un banco (ya que no maneja cuentas corrientes) para realizar los traspasos de fondos a los puestos de bolsa correspondientes, de acuerdo con las instrucciones de la bolsa. La BNV es la que realiza el neteo de fondos e informa a los puestos de sus obligaciones monetarias como resultado de sus transacciones bursátiles.

Algunos de los aspectos a mejorar en el proceso de liquidación y compensación, que ya están siendo abordados, serían:

- i) Escasa coordinación temporal entre la liquidación de operaciones bursátiles por el lado de los valores y por el lado de los títulos.
- ii) Existencia de papel físico y escasa inmovilización de los valores. Aunque la práctica del predepósito elimina parcialmente el riesgo, no siempre puede cumplirse. Esta situación resta agilidad y seguridad a las transacciones de valores.
- iii) Asimetría en el riesgo del vendedor y del comprador (por ausencia de entrega contra pago). El vendedor recibe el dinero dos horas después del cierre de la sesión bursátil, mientras que el comprador no recibe sus títulos hasta uno o dos días después.

- iv) Obligación de utilizar un único banco liquidador, que asume el riesgo de liquidación al adelantar los fondos correspondientes a las operaciones de bolsa varias horas (o un día) antes de que se produzca la compensación de cheques en el BCCR.
- v) El sistema del predepósito antes de la realización de una operación de mercado secundario obliga a traspasar los títulos del custodio al puesto que va a hacer la operación. Aunque esta situación facilita la operativa en los mercados pequeños, sin embargo, en mercados mas desarrollados la identificación entre ambas figuras puede suponer un obstáculo e impedir el desarrollo de un sistema eficaz de gestión del riesgo.

AI.1.5. Entorno regulatorio

El marco de regulación y de supervisión está bastante desarrollado tanto desde el punto de vista jurídico como institucional. En marzo de 1998 comenzó a regir una nueva ley de Mercado de Valores que cubre todas las áreas del mercado de valores (oferta pública, entidad de supervisión independiente, mercados primarios y secundarios, intermediarios de valores, fondos de inversión, anotación en cuenta, compensación y liquidación, calificadoras de valores, medidas cautelares y marco de sanciones administrativas). Esta ley recoge los aspectos más importantes de la normativa que se aplica en mercados desarrollados, y le da una gran autonomía a la Superintendencia para adaptar mediante reglamentos estos principios al mercado a medida que se vaya desarrollado este.

Desde el punto de vista institucional existe una Superintendencia General de Valores regida por el Consejo Nacional de Supervisión, del cual dependen también en los aspectos de políticas la Superintendencia de Bancos y la de Pensiones. La Superintendencia de Valores tiene amplias potestades para supervisar a todos los participantes del mercado de valores. Existe cierta tradición de supervisión del mercado de valores por parte del sector público ya que ésta se inició en 1991 con la constitución de una Comisión Nacional de Valores, que se transformó en la actual Superintendencia.

AI.2. EL SALVADOR

AI.2.1. Mercado Interbancario y gestión de la liquidez.

La República de El Salvador tiene fijados una serie de objetivos de control de la inflación, de mantenimiento del tipo de cambio y de aumento de las reservas externas del país. En consecuencia, el Banco Central de la Reserva de El Salvador es extremadamente activo en sus intervenciones y en la instrumentación de su política. Además de manejar el encaje, interviene diariamente en el mercado, emitiendo Certificados de Administración Monetaria (CAM), denominados en pesos y Certificados de Estabilización Monetaria (CEM), denominados en USD. También lleva a cabo operaciones de “fine tuning”, instrumentadas en reportos a través de la bolsa. Existe una ventanilla de redescuento, pero a tipos extremadamente penalizados. Finalmente,

interviene en el mercado de divisas de manera continua, con el objetivo de mantener el tipo de cambio cerca del objetivo fijado.

Los bancos, a su vez, gestionan su liquidez mediante dos tipos de mercados. El primero es de tipo informal y sin colateral. La liquidación se realiza mediante cheques o transferencias entre las cuentas de reserva. La información de las operaciones en este mercado se recibe en el Banco de la Reserva un día después de realizadas, y éstas son difundidas al mercado una semana después. El segundo mercado de gestión de la liquidez bancaria es en la bolsa a través de la figura del reporto. El mercado interbancario se encuentra, por tanto, segmentado, ya que tan solo en la bolsa se puede prestar o tomar con colateral, utilizando la figura del reporto, y además la información de las operaciones del interbancario informal se difunde con mucho retraso.

AI.2.2. Mercados Primario y Secundario de Deuda Pública.

El mercado de deuda pública es, fundamentalmente, un mercado primario de emisiones no estandarizadas. Además de los CAM y CEM, emitidos por el Banco Central, el Tesoro Nacional emite Letras denominadas en pesos y en USD.

El Banco Central emite diariamente mediante subasta a la que pueden acudir los puestos de bolsa a través de la bolsa, entidades financieras y las administradoras de fondos de pensiones. Por su parte, el Tesoro emite sin un calendario preestablecido mediante subastas gestionadas por el Banco Central. Dichas subastas están abiertas a entidades financieras domésticas y extranjeras. El 78% de las Letras denominadas en USD están en manos de no residentes. En estos momentos, la República de El Salvador está diseñando una emisión de 200 millones de USD para el euromercado.

Toda la negociación secundaria de la deuda pública, a vencimiento y en reporto, tiene lugar en el ámbito de la bolsa. En la bolsa el mercado más activo es el de reportos. El mercado secundario de deuda a vencimiento supone un 3% del total y el mercado accionario es prácticamente inexistente.

AI.2.3. Instituciones e instrumentos de inversión colectiva

Como consecuencia de la reforma de las pensiones en 1998, se creó la figura del fondo de pensión con sus correspondientes sociedades administradoras basadas en el modelo chileno (AFP's).

Sin embargo, la mayor parte de la inversión colectiva está canalizada por la figura de administración de carteras que constituye la principal actividad de los puestos de bolsa. La actividad de administración de carteras, muy extendida en toda la región, consiste en una actividad quasibancaria realizada en exclusiva por los puestos de bolsa. Estos captan fondos de sus clientes a corto plazo y apuestan a la curva para obtener una remuneración mayor que la bancaria.

Los fondos de inversión propiamente dichos están previstos en la ley. Sin embargo, el Banco Central tiene algunas reticencias a su creación, ya que cree que su desarrollo le va a plantear problemas de control de la política monetaria.

AI.2.4. Sistema de compensación y liquidación

El sistema de pagos está basado en cheques y transferencias con clearing centralizado y gestionado por el Banco Central.

En estos momentos existe un depositario central de títulos, denominado CEDEVAL, que empezó sus operaciones a finales de 1998. Esta central es propiedad de la bolsa y de las casas de corredores de bolsa. Como principales particularidades del sistema de compensación y liquidación se encuentran las siguientes:

- (i) Existen dos ciclos de liquidación separados según el tipo de cliente. Uno para las operaciones de las casas de bolsa en las que intervienen bancos como clientes y otro para los clientes particulares. En el caso de la liquidación de las operaciones de bancos, los movimientos de efectivo se realizan a través de las cuentas de reserva del Banco Central. En el caso de la liquidación de particulares, los movimientos de efectivo se realizan en las cuentas que tiene la bolsa en diversos bancos privados. Esta segmentación de liquidación pone en evidencia una de las dificultades de realizar en el mismo lugar operaciones de gestión de la liquidez bancaria y operaciones de inversión de particulares.
- (ii) No existe una adecuada coordinación entre la liquidación de efectivo y la de valores, aunque existen planes por integrarla en el depositario central.

A.I.2.5. Entorno Regulatorio

En 1994 se promulgó una ley de mercado de valores, y en 1996 se promulgó la ley orgánica de la Superintendencia de Valores. Tanto la ley como la constitución de la Superintendencia han sido pasos importantes en la reorganización del mercado. Sin embargo, los cambios que se han producido en los últimos años en el mercado de valores hacen necesaria una reforma legal, la cual está siendo impulsada por el Banco Central y por la Superintendencia.

AI.3. GUATEMALA

AI.3.1. Mercado interbancario y gestión de la liquidez del sistema.

El Banco Central de Guatemala (BCG) tiene un objetivo intermedio de crecimiento de la base monetaria, en un contexto de flotación sucia del tipo de cambio. El nivel de encaje es del 16,25 % de los pasivos computables.

Las intervenciones para la gestión de la liquidez del sistema se realizan en la “mesa de dinero”, en la que solo pueden intervenir los bancos y las sociedades financieras autorizadas. La mesa ya funcionó a principios de los años noventa, con escaso éxito, pero a principios de 1999 la utilización de este procedimiento por parte de la autoridad monetaria le volvió a dotar de un notable dinamismo, aunque en los últimos meses el exceso de liquidez del sistema ha reducido de forma importante el número de operaciones.

La utilización de la mesa de dinero por parte del Banco Central se produjo como respuesta a una petición de los bancos privados, que veían como la utilización de las

bolsas como mecanismo de gestión de su liquidez agravaba sus problemas: las dificultades transitorias que tenían algunas de las entidades financieras para cumplir su encaje se incrementaban al desplazarse los inversionistas privados de la entidad desde los depósitos en el banco a la utilización de la bolsa como mecanismo de inversión cuando se incrementaban las tasas, lo que empeoraba la situación de iliquidez de la entidad. La mesa de dinero permitió quebrar este proceso al tener acceso a ella solo los bancos y las sociedades financieras autorizadas.

El funcionamiento de la mesa de dinero no ha evitado la elevada volatilidad de las tasas de interés y es considerado como notablemente insatisfactorio por parte de los agentes del mercado por dos razones: i) no siempre se obtienen los mejores precios en la mesa y ii) el mecanismo ciego de cotización (desconocimiento de la contrapartida hasta el momento en que se cierra la operación) es insatisfactorio en un momento como el actual, donde las entidades financieras están muy preocupadas por el riesgo de contrapartida. Adicionalmente, algunos operadores comentaron a la misión que el conocimiento posterior de todas las operaciones no era satisfactorio al hacerse públicas las operaciones de todas las entidades.

En caso de necesidad de drenar liquidez, el BCG emite Certificados de Depósitos a Plazo (CDP), mientras que en caso de necesidad de aumento de esta, la autoridad monetaria puede aceptar papel emitido por los bancos privados, con lo que toma riesgo de contrapartida. Los CDP suelen tener un vencimiento de seis meses.

El sistema bancario guatemalteco tiene 34 bancos operativos. Los diez primeros bancos tienen el 63% de la cartera total de créditos y el 64% de los depósitos, sin que ninguno de ellos supere el 10% de cuota de mercado en ambos casos.

AI.3.2. Mercados primario y secundario de deuda pública

El Ministerio de Finanzas emite los denominados Certibonos. Estos títulos son certificados representativos de bonos del Tesoro, emitidos a la par y con tasa fija pagadera trimestralmente. Los nominales no están estandarizados y los títulos se emiten al portador.

La política de emisiones es muy errática: no existe un calendario de emisiones y los agentes no conocen ni de forma aproximada las necesidades de financiación del sector público. Adicionalmente, en algunas ocasiones el sector privado ha tenido la impresión de que la emisión de Certibonos respondía más a las necesidades de la política monetaria que de la política fiscal, confundiendo el objetivo último de dichas emisiones.

Hasta 1998 las emisiones de Certibonos eran diarias, adjudicándose al demandante un título con una tasa facial igual a la solicitada en caso de ser aceptada su petición.

Con carácter inminente estaba previsto la emisión de Certibonos mediante el procedimiento denominado "licitación", por el cual se ofrecen títulos a una tasa predeterminada (igual para todos los títulos). Los plazos previstos de emisión son 91, 147, 183 y 270 días y de uno a cinco años, con pagos trimestrales de cupón.

La deuda se coloca a través de los 50 puestos de bolsa del país, que están escasamente capitalizados y reciben una comisión por su intermediación.

El mercado secundario se concentra en las dos bolsas del país: la Bolsa Nacional de Valores y la Bolsa Agrícola Nacional. Del volumen total de operaciones de 1998, cerca de dos tercios se concentraron en la primera y el resto en la segunda. El número total de operaciones no alcanzó en media en 1998 las 60, cifra que se ha visto sustancialmente reducida a mediados de 1999 a raíz de las dificultades por las que han pasado diversos puestos de bolsa en los últimos meses y la crisis de confianza que ello ha generado.

Más del 95% de las operaciones en las bolsas corresponden a reportos, generalmente con títulos públicos.

Los instrumentos financieros están sujetos a una retención liberatoria del 10%.

AI.3.3. Instituciones e instrumentos de inversión colectiva

Existen dos tipos de instrumentos de inversión colectiva. El más generalizado es el fideicomiso gestionado por los bancos. Además, la ley de valores crea la figura de "contrato de fondo de inversión". Esta figura es distinta del fondo de inversión tal y como se conoce en los mercados desarrollados, ya que se trata de un contrato individual entre el inversionista y el administrador, y no de una cartera colectiva sujeta a las mismas reglas para todos los partícipes. Adicionalmente, no está contemplada la figura del custodio como garante de la integridad jurídica y material del fondo ante los inversionistas. La sujeción a las reglas del fondo de inversión de legislaciones más desarrolladas sólo es aplicada voluntariamente por algunos de los fondos existentes.

AI.3.4. Sistema de compensación y liquidación

Cada bolsa de valores cuenta con un depositario central. La liquidación de efectivo y la de valores se realiza con ciclos y procedimientos diferentes. La liquidación de valores se encuentra centralizada en el depositario central, mientras que la de efectivo se realiza en la Corporación Bursátil de forma bilateral y descentralizada entre puestos de bolsa, y en la Bolsa de Valores Nacional se realiza a través de un banco subcontratado por la bolsa.

La reciente crisis de diversos puestos de bolsa en los últimos meses ha puesto en evidencia las carencias del actual sistema de compensación y liquidación, así como la necesidad de existencia de una única central de valores que centralice el control de los valores (actualmente hay una central de valores asociada a cada una de las dos bolsas), así como la conveniencia de centralizar la liquidación de valores y la de efectivo.

AI.3.5. Entorno regulatorio

En 1996 se promulgó una ley de valores con un énfasis especial en la regulación de los emisores y en constitución del Registro Nacional de Valores responsable de la autorización y supervisión de la oferta pública de valores extrabursátiles. Esta ley tiene un componente importante de autorregulación al darle a las bolsas la potestad exclusiva de autorizar y supervisar a los intermediarios de valores y a la oferta pública que se

realiza en bolsa. La existencia de una serie de irregularidades importantes en emisores e intermediarios en los últimos meses, ha llevado a plantear diversas iniciativas de reforma de la ley de valores con el objetivo de reforzar la regulación sobre los participantes en el mercado y las potestades del sector público para supervisarlos.

AI.4. HONDURAS

AI.4.1 Mercado interbancario y gestión de la liquidez del sistema.

El Banco Central de Honduras declara tener un objetivo de control de los agregados monetarios manteniendo al mismo tiempo un deslizamiento del tipo de cambio del lempira frente al dólar estadounidense.

En Honduras no existe ningún mercado interbancario formal. El encaje de los reportos elimina el atractivo de utilizar estas operaciones para cubrir el riesgo de contrapartida y hace que las escasas operaciones interbancarias sean de carácter puro, es decir, se realicen tomando riesgo de contrapartida. La gestión de la liquidez de los bancos se realiza a través de préstamos directos sin colateral o a través de la emisión o inversión en pagarés a la vista bancarios en las bolsas de valores.

Para la gestión de la liquidez el BCH emite los Certificados de Absorción Monetaria (CAMs) o los Bonos del Gobierno (en nombre del Ministerio de Finanzas) en subastas semanales a la tasa ofrecida. Todos los agentes (puestos de bolsa, bancos, particulares) pueden acceder a la subasta.

Los CAMs son títulos cupón cero, emitidos por el Banco Central a un plazo de 91 o 182 días. Cuando son comprados a través del mercado primario de las bolsas son emitidos como un certificado a favor de estas. Estas, a su vez, son las responsables de registrar a los puestos de bolsa tenedores-custodios de porciones del certificado. Finalmente, los puestos de bolsa, registran a los tenedores finales de los títulos. Se emite, por tanto, un macrotítulo a nombre de la bolsa y el BCH responde ante ella, no ante los inversionistas.

El encaje alcanza el 12% del efectivo y adicionalmente existen otras inversiones obligatorias: 13% de los pasivos computables para los bancos, 9% para las instituciones de ahorro y 3% para las financieras. El 38% de las posiciones en dólares deben estar depositadas en bancos de primer orden (entendiéndose estos como instituciones con rating superior a BB).

El BCH dispone de una ventanilla para dar liquidez a los bancos, pero la percepción general es que los bancos que se ven obligados a utilizarla están en graves dificultades. En lo que se refiere a inyecciones transitorias de liquidez, el BCH generalmente recurre a reducir el coeficiente de inversión obligatoria, aunque en una ocasión se recurrió a la figura del reporto.

La gestión de la liquidez en los bancos se ve dificultada por el echo de que en Honduras los depósitos a plazo son, estrictamente, depósitos a la vista en los que el cliente puede retirar el efectivo cuando lo desea. Esto es especialmente importante en el caso de los

depósitos de aquellas instituciones públicas que manejan elevados recursos, como ENEE, Hondutel, Instituto de Jubilaciones y Pensiones, etc.

AI.4.2. Mercados primario y secundario de deuda pública

La treintena de puestos de bolsa que operan en los mercados hondureños operan como puros intermediarios de mercado (brokers) en las dos bolsas: la Bolsa Hondureña de Valores (que inició sus operaciones en 1990) y la Bolsa Centroamericana de Valores (que comenzó a operar en 1993). Estas instituciones negocian títulos de renta fija hasta un año de vencimiento en un mercado donde el 75% del volumen contratado corresponde al mercado primario y el resto al secundario. La BCV concentró en 1998 el 75% del volumen negociado.

Los pagarés bancarios y los títulos del sector público (incluidos los CAM) suponen más de dos tercios de la contratación total en las bolsas hondureñas.

Los puestos de bolsa acceden a la subasta de títulos públicos a través de las bolsas (a favor de quien el BCH emite un macrotítulo) y reciben una comisión del BCH por la labor de colocación.

Las emisiones privadas suelen ser adquiridas por los puestos de bolsa, que a su vez suelen emitir a favor de sus clientes los llamados Certificados de Participación en Valores (CPV), excepto en los casos en que compran por orden del cliente. El CPV representa una parte alícuota de una inversión en un título, aunque el título en el que ha invertido el puesto de bolsa y su CPV pueden tener características distintas (plazo de vencimiento, por ejemplo). Por tanto, en el caso de los CPV, estrictamente los puestos de bolsa pueden estar tomando riesgos.

Aproximadamente el 90% de las operaciones de bolsa son operaciones en las que el puesto de bolsa actúa simultáneamente como comprador y vendedor en nombre de terceros, y solo notifica la transacción a la bolsa correspondiente. Los puestos de bolsa están escasamente capitalizados.

Existe una retención liberatoria del 10% en los rendimientos de los instrumentos financieros.

AI.4.3. Instituciones e instrumentos de inversión colectiva

La única institución de inversión colectiva en el mercado hondureño son los fideicomisos. Los Certificados de Participación en Valores (CPV) no pueden entenderse como un instrumento de inversión colectiva pues constituyen, en definitiva, inversiones en títulos emitidos por el propio puesto de bolsa.

AI.4.4. Sistema de compensación y liquidación

Las bolsas cumplen con las funciones de depositario central. Existen una serie de problemas operativos en la custodia, compensación y liquidación que podrían limitar el crecimiento del mercado. Entre los problemas más importantes que se han detectado cabe destacar: (i) la obligatoriedad de vender títulos a través del mismo puesto de bolsa por el que se compraron en el mercado primario; (ii) la escasa conexión entre la entrega

de valores y su pago; (iii) la entrega del efectivo de operaciones en bolsa previamente a la confirmación de fondos en los cheques que se utilizan para los pagos; (iv) la situación jurídica en situaciones concursales de los titulares finales cuando invierten en certificados de participación y en macrotítulos custodiados por las bolsas.

AI.4.5. Entorno Regulatorio

La inexistencia de una central de valores y de una Ley de valores (se está empezando a discutir un Anteproyecto de la misma), así como la absoluta ausencia de regulación y supervisión de los puestos de bolsa (dadas las limitaciones legales que tiene la Comisión Nacional de Bancos y Seguros) hacen necesarios avances sustanciales en los campos de la compensación, liquidación y supervisión de los mercados financieros hondureños.

AI.5. NICARAGUA

AI.5.1 Mercado interbancario y gestión de la liquidez del sistema.

El Banco Central de Nicaragua (BCN) tiene como objetivo primordial de la política monetaria el tipo de cambio.

El BCN interviene en el mercado para drenar liquidez del sistema a través de su subasta semanal de los títulos CENIS (Certificados Negociables de Inversión), que comenzaron a emitirse en 1995. Se está planeando realizar intervenciones de corto plazo para regular la liquidez coyuntural con títulos de 7, 14 y 28 días.

Estos títulos son instrumentos cupón cero, y desde 1998 se emiten con vencimientos a uno y dos años. Tienen la propiedad de “mantenimiento de valor”, denominación que reciben aquellos instrumentos indizados al tipo de cambio del córdoba con el dólar. La subasta se realiza mediante el procedimiento conocido como “tipo único”, por el cual cada demandante recibe la tasa solicitada si esta es menor a la tasa de corte (marginal) de la subasta.

Los CENIS sirven simultáneamente como instrumentos de deuda pública y gestión de la liquidez, pues el Ministerio de Finanzas no accede directamente al mercado (véase sección siguiente). En la subasta de CENIS pueden acceder los bancos, los puestos de bolsa y los particulares. En términos de media, durante 1998 el 80% de los importes adjudicados lo fueron a puestos de bolsa, el 14% a bancos y el 6% a particulares. Se estima que entre un 60% y un 70% de los CENIS están en manos de no residentes.

Dada la necesidad de drenar liquidez, el BCN no suele prestar a los bancos, aunque existe una facilidad “overnight” tipo lombarda sin colateral para casos de emergencia, aunque a tasas muy penalizadoras (20% puntos porcentuales sobre tipos de mercado en mayo de 1999). También existe una facilidad con colateral a diez días de plazo.

En el mercado interbancario los bancos no se prestan entre sí si no es en operaciones con colateral, aunque este mercado, que suele instrumentarse a través de los puestos de bolsa, es poco activo.

En diversas ocasiones se comentó a la misión que la colocación de papel público a través del Banco Central se realizaba por la mayor credibilidad que tenía este en el mercado.

El sistema bancario nicaragüense está formado por 13 bancos. Los cinco primeros bancos acaparan el 57% de la cartera de créditos neta total y de los depósitos en moneda nacional. Aproximadamente el 65% de los depósitos en los bancos del país son en dólares.

AI.5.2. Mercados primario y secundario de deuda pública

En Nicaragua el Ministerio de Finanzas no apela directamente al mercado colocando papel y no existen, en consecuencia, subastas de deuda pública. Estrictamente, la deuda pública interna del Ministerio de Finanzas es colocada mediante un “macrobono” emitido cada año a favor del Banco Central. Dicho instrumento no puede tener un vencimiento superior a un año.

La colocación de papel al mercado por parte del Ministerio de Finanzas se ha realizado en el caso de los llamados “Bonos de Pago de Indemnización” (BPI), que constituyen la compensación por las expropiaciones de los años ochenta. Actualmente las emisiones vivas alcanzan los 500 millones de dólares y se espera que a la finalización del programa se alcancen los 800 millones. Los BPIs están indicados al dólar (“mantenimiento de valor”).

Estos instrumentos no gozaban de ninguna estandarización y tenían una cotización en el mercado secundario que se consideraba muy baja por parte del Ministerio y de los tenedores. Ello incitó al Ministerio a establecer un programa de canje de inminente aplicación en el que las antiguas referencias se canjearán por unas nuevas estandarizadas. Los nuevos BPIs tendrán solo ocho vencimientos (años 2008 a 2015) y los pagos de intereses se concentrarán en dos fechas al año, lo que debería aumentar su liquidez en el mercado secundario, con los consiguientes efectos positivos sobre su cotización.

Los nuevos BPIs serán instrumentos con vencimiento a quince años y un cupón fijo del 3% los dos primeros años (capitalizables), 4.5% los siguientes cinco años y 5% el resto.

Una Comisión Interministerial evalúa las expropiaciones y, en su caso, asigna el monto que le corresponde al solicitante, que pasa a ser propietario de un monto de BPIs equivalente a la indemnización. No existe, por tanto, subasta de ninguna clase para estos títulos.

El mercado secundario se concentra en la Bolsa de Valores de Nicaragua y es principalmente un mercado de gestión de la liquidez de los bancos a través de sus puestos de bolsa asociados. Hay 12 puestos de bolsa operativos.

Las principales operaciones que se realizan en la bolsa son: i) mercado primario del sector privado (hay ocho empresas que acuden al mercado, aunque no todas lo hacen de forma regular), ii) operaciones repos o reportos, iii) operaciones al contado (poco usuales) y iv) operaciones de venta con opción de recompra. Estas últimas son operaciones que evitan el encaje al que están sometidos los reportos al no contabilizarse

el título en el balance de la entidad. En media, el número de operaciones en la bolsa es muy reducido: unas veinte, de las cuales ocho corresponden a reportos.

Los intereses de las operaciones financieras no están sujetos a ningún tipo de retención.

AI.5.3. Instituciones e instrumentos de inversión colectiva

En Nicaragua no existen instrumentos de inversión colectiva. Junto con los depósitos bancarios tradicionales conviven los llamados “Contratos de Administración”, que solo pueden gestionar los bancos (no los puestos de bolsa) y que se corresponden con un contrato de gestión discrecional para clientes con elevados recursos económicos.

AI.5.4. Sistema de compensación y liquidación

La Bolsa es propietaria de la Central Nicaragüense de Valores (CENIVAL). Este depositario cumple fundamentalmente con las funciones de custodia y traspaso de títulos como resultado de las operaciones bursátiles. La liquidación de efectivo se realiza de forma descentralizada y con escasa participación de la bolsa o del depositario central. Entre los principales proyectos de la bolsa se encuentra centralizar y mejorar los procesos de liquidación de efectivo, de forma que sean asumidos por CENIVAL y se avance en la convergencia entre la entrega de valores y su pago.

AI.5.5. Entorno regulatorio

En este momento se encuentra en proceso de elaboración una ley de mercado de valores que incluya la constitución de una intendencia de valores responsable de supervisar el mercado y sus participantes. Actualmente, la Superintendencia de Bancos es responsable de la supervisión de la bolsa de valores, y ésta a su vez es responsable de la supervisión de los puestos de bolsa.

AI.6. PANAMÁ

AI.6.1. Mercado Interbancario y gestión de la liquidez.

Panamá, dada la dolarización de su economía, no puede llevar a cabo una política monetaria independiente, en consecuencia, no tiene Banco Central propiamente dicho. Lo más parecido a un BC es el Banco Nacional de Panamá (BNP). Este es un banco estatal que actúa como agente fiscal del Estado Panameño. El BNP capta recursos del público, compitiendo con la banca privada. Además goza del monopolio en la gestión de recursos de las agencias y empresas estatales, así como de la Seguridad Social. Sus principales partidas activas están constituidas por préstamos y sobregiros al Estado.

La liquidez del sistema se gestiona mediante transacciones de préstamos con bancos corresponsales en Nueva York. Las operaciones con contrapartes domésticas son muy escasas. Las operaciones interbancarias referidas se realizan de forma más o menos colateralizada, pero en muy pocos casos se utiliza la figura del reporto.

AI.6.2. Mercados Primario y Secundario de Deuda Pública.

El Estado de Panamá tradicionalmente ha financiado su déficit apelando al BNP, a la Caja del Seguro Social y al ahorro exterior. Además de bonos brady, ocasionalmente, la

República ha incursionado el euromercado con algunas emisiones en USD. De los 3.700 millones de USD de bonos colocados en el exterior, la mitad son bradys y la otra mitad colocaciones en el euromercado. Recientemente, se ha emitido internamente papel a corto plazo. Se trata de letras cupón cero a 90, 180 y 270 días. La emisión se ha realizado por el procedimiento de subasta pública, conducida a través de la BVP y restringida a los puestos de bolsa. El rollover de esta emisión, junto con la decisión política de las autoridades, puede ser el embrión de un mercado secundario de deuda pública doméstico.

A diferencia de los demás países de la zona, la figura del reporto es casi inexistente, ya que los bancos gestionan su liquidez con contrapartes internacionales, donde el mercado del USD es líquido y amplio.

La Bolsa de Valores de Panamá (BVP) es un mercado fundamentalmente de emisiones primarias privadas y de renta fija. Las operaciones de secundario son muy escasas.

A falta de un planteamiento definitivo, la voluntad de las autoridades del país parece inclinarse hacia reforzar la institución bursátil, utilizando dicho entorno para implementar el primario y el secundario de papel estatal.

AI.6.3. Instituciones e instrumentos de inversión colectiva

Como consecuencia del plan gradual de reforma de las pensiones públicas, que tuvo lugar en 1997, se instauró la figura de fondos de pensiones privados, administrados por entidades independientes. En ese mismo año se reformó las pensiones públicas, creándose el Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos). Además de los fondos de pensiones privados y públicos, en Panamá existen fondos de inversión gestionados por administradoras independientes.

AI.6.4. Sistema de compensación y liquidación

El sistema de pagos de Panamá está basado en el cheque bancario y las transferencias para las transacciones domésticas y las transferencias con corresponsales para las transacciones internacionales. Existe un esbozo de clearing de cheques soportado por el BNP.

Por lo que se refiere a operaciones con valores, la mayor parte tiene lugar con títulos físicos al portador. La única entidad depositaria existente es Latinclear. Esta central depositaria y de anotaciones es utilizada por la bolsa para el registro y clearing de parte de sus operaciones, a opción del emisor. Se estima que tan sólo un 10% de las emisiones privadas están registradas en Latinclear. Por otra parte, el 100% de las emisiones públicas lo están, lo que demuestra el soporte que esta central recibe por parte de las autoridades panameñas. Latinclear es propiedad de la BVP (28%) y de un conjunto de bancos, compañías de seguros y administradoras de fondos de pensiones.

Las operaciones bursátiles se liquidan en T+3, lo cual es atípico para la región, y es ilustrativo de que la bolsa es más un mecanismo de inversión que de gestión de la liquidez de corto plazo. Por otra parte, no es obligatorio liquidar las operaciones

bursátiles por Latinclear y existe un desincentivo importante, ya que los bancos liquidadores deben mantener saldos en el BNP proporcionales a su volumen de liquidación en las diferentes cámaras (cheques, bolsa).

AI.6.5. Entorno regulatorio

Posteriormente a la realización de la misión fue aprobada por la Asamblea legislativa una nueva ley de valores. La misión no tuvo acceso a este documento. Sin embargo, de acuerdo con las entrevistas realizadas, esta ley se consideraba un paso importante en la regulación ya que cubre temas hasta ahora poco regulados, da un soporte jurídico al depósito centralizado de valores y a la anotación en cuenta y constituye una entidad supervisora del mercado con competencias más amplias que la actual Comisión Nacional de Valores.

A.II. PROPUESTA DE AGENDA POR PAÍSES

A.II.1. COSTA RICA

En el mercado de valores costarricense se han dado, desde hace algunos años, pasos importantes para su desarrollo en casi todas las áreas importantes. Existe un plan de desarrollo del mercado de valores adecuadamente articulado desde el punto de vista conceptual y que involucra a las instituciones del sector público relacionadas con el mercado (Ministerio de Hacienda, Banco Central y Superintendencia General de Valores). Este plan se encuentra en fase de ejecución, y está siendo parcialmente financiado con recursos del FOMIN.

Como se ha comentado en el apartado A.I.1., en Costa Rica existe un mercado primario de deuda pública para los títulos de corto plazo organizado en torno a colocaciones por subasta; un marco regulatorio y de supervisión sólido que se encuentra en vías de implementación; y una serie de planes sobre la organización del mercado secundario de deuda pública que incluyen la construcción de un sistema de anotación en cuenta y una cámara asociada de compensación y liquidación.

En este contexto, se recomienda prestar un apoyo especial a los siguientes temas que se encuentran en la propuesta de integración regional y que podrían apoyar el actual proceso de modernización.

1. Integración de los mercados de liquidez

Este componente tiene como objetivo mejorar la eficiencia del mercado interbancario y articularlo de forma eficiente con el segmento de mercado de dinero que opera a través de la bolsa de valores.

La agenda de este componente abarcaría los siguientes temas (véase IV.1.5.):

- (i) Diagnóstico y definición institucional de los mecanismos de redistribución de la liquidez (participantes, organización, tipos de instrumentos y mecanismos de articulación)

- (ii) Estrategia e instrumentación de la participación de los Bancos Centrales en los mercados de liquidez
- (iii) Microestructura del mercado interbancario (diseño conceptual, diseño y desarrollo de un sistema de información y negociación interbancario)

La contraparte de este componente debería ser el Banco Central.

2. Implementación de aspectos clave del Plan de Desarrollo del Mercado Secundario

Este componente busca complementar las iniciativas que ya se han realizado en términos de definición institucional y sistema de compensación y liquidación. El área de creadores de mercado se incluye para mantener la coherencia, pero se propone para una segunda fase.

La agenda abarcaría (véase IV.3 y, en especial, IV.3.5.):

- (i) Diagnóstico y definición institucional de los mercados secundarios según sus funciones (mayorista, minorista, creadores de mercado).
- (ii) Microestructura del mercado secundario de deuda pública (diseño conceptual, diseño y desarrollo de un sistema de información y negociación de mercado secundario).
- (iii) Diseño e implementación de un esquema de creadores de mercado (este tema podría ser cubierto en una segunda fase).

La contraparte debería ser la Superintendencia de Valores, con apoyo del Banco Central.

3. Participación en la definición de estándares operativos regionales

Se trata de establecer un foro regional de coordinación que permita establecer una serie de estándares homogéneos en aspectos de escasa importancia estratégica pero de gran relevancia para los operadores del mercado, sean estos locales o extranjeros.

La agenda abarcaría (véase IV.4.1):

- (i) Definición de criterios homogéneos de valoración de los instrumentos negociados.
- (ii) Armonización de las bases conceptuales de los sistemas de negociación de mercado secundario.
- (iii) Definición de los estándares de información relevante para el mercado de deuda pública y difusión actualizada a través de una web regional.
- (iv) Elaboración de índices nacionales y regionales de deuda pública.
- (v) Elaboración de un estándar marco sobre normas operativas de liquidación en las operaciones con deuda pública de corto plazo.

Las contrapartes deberían ser el Ministerio de Hacienda, el Banco Central y la Superintendencia de Valores.

A.II.2. EL SALVADOR

El Salvador ha iniciado varias acciones para modernizar su mercado de valores. Desde el sector público estas iniciativas se concentran, sobre todo, en el fortalecimiento del marco jurídico y de supervisión. Se prevé que una parte importante de estas acciones sean financiadas con recursos de un préstamo con el Banco Interamericano de Desarrollo. Por otra parte, el sector privado ha tenido algunas iniciativas importantes para mejorar la eficiencia del mercado interbancario y del mercado secundario en la bolsa de valores (esto último a través de mejoras en los procedimientos y la automatización de los sistemas de negociación).

Como ya se comentó en el anexo AI.2., El Salvador cuenta con un esquema de colocación por subasta diaria de los títulos del Banco Central. Sin embargo, estos títulos no se encuentran plenamente estandarizados, lo cual dificulta las posibilidades de desarrollo del mercado secundario. Por otro lado, el Ministerio de Hacienda no cuenta con una política de colocación regular y conocida por el mercado, con el consiguiente efecto negativo sobre el desarrollo del mercado. Los problemas señalados en el mercado primario (ver más detalles en la Sección III) podrían ser un obstáculo para mejorar la eficiencia del mercado interbancario y del mercado bursátil en el marco de las iniciativas que están teniendo la Asociación Bancaria y la Bolsa de Valores.

En este contexto, se recomienda prestar un apoyo especial a los siguientes temas que se encuentran en la propuesta de integración regional y que podrían apoyar las iniciativas actuales.

1. Integración de los mercados de liquidez

Este componente tendría como objetivo mejorar la eficiencia del mercado interbancario y articularlo de forma eficiente con el segmento de mercado de dinero que opera a través de la bolsa de valores.

La agenda de este componente abarcaría los siguientes temas (véase IV.1.5.):

- (i) Diagnóstico y definición institucional de los mecanismos de redistribución de la liquidez (participantes, organización, tipos de instrumentos y mecanismos de articulación)
- (ii) Estrategia e instrumentación de la participación de los Bancos Centrales en los mercados de liquidez
- (iii) Microestructura del mercado interbancario (diseño conceptual, diseño y desarrollo de un sistema de información y negociación interbancario)

La contraparte de este componente debería ser el Banco Central.

2. Implementación de aspectos clave del Plan de Desarrollo del Mercado Primario

Este componente pretende apoyar las actuales colocaciones de mercado primario del Banco Central con dos objetivos: i) una mayor articulación con las colocaciones del Ministerio de Hacienda y ii) un mayor desarrollo del mercado secundario. Esto facilitará

el desarrollo del mercado secundario con los consecuentes beneficios sobre la liquidez, sobre la información disponible en el mercado y, en última instancia, sobre las primas de emisión por liquidez y por aumentar la capacidad de colocación interna.

La agenda de este componente contemplaría (véase IV.2.4.):

- (i) Diagnóstico y definición institucional y operativa de la organización del mercado primario (participantes, mecanismos y estrategias de colocación).
- (ii) Diseño estandarizado de los títulos de corto plazo.
- (iii) Coordinación de las colocaciones del Ministerio de Hacienda y del Banco Central.

Las contrapartes deberían ser el Ministerio de Hacienda y el Banco Central.

3. Implementación de aspectos clave del Plan de Desarrollo del Mercado Secundario

Este componente busca complementar los aspectos que se implementen del mercado primario y apoyar las iniciativas realizadas por la Superintendencia General de Valores y la Bolsa de Valores por automatizar el mercado secundario. La implementación de estas medidas depende de los resultados logrados en la organización del mercado primario.

La agenda abarcaría (véase IV.3 y, en especial, IV.3.5.):

- (i) Diagnóstico y definición institucional de los mercados secundarios según sus funciones (mayorista, minorista, creadores de mercado).
- (ii) Microestructura del mercado secundario de deuda pública (diseño conceptual, diseño y desarrollo de un sistema de información y negociación de mercado secundario).
- (iii) Diagnóstico y lineamientos sobre la organización del ciclo de compensación y liquidación de valores.
- (iv) Diseño e implementación de un esquema de creadores de mercado (este tema podría ser cubierto en una segunda fase).

La contraparte debería ser la Superintendencia de Valores con apoyo del Banco Central.

4. Impulso a la inversión colectiva

Este componente se encuentra parcialmente cubierto con el programa fortalecimiento del marco de regulación y supervisión. Sin embargo, dada su importancia se hace mención de los temas que se han identificados como relevantes para el desarrollo del mercado de deuda pública (véase IV.5).

La agenda abarcaría (véase IV.5.1):

- (i) Diagnóstico y lineamientos para la organización institucional y regulatoria de los instrumentos de inversión colectiva que existen en la actualidad, con el objetivo de minimizar el arbitraje regulatorio.

- (ii) Capacitación en los aspectos clave de la regulación y supervisión de los instrumentos de inversión colectiva dirigida a entidades supervisoras.
- (iii) Elaboración de normativa prudencial y de manuales de cuentas y de auditoría de instrumentos de inversión colectiva.

La contraparte debería ser la Superintendencia General de Valores.

5. Participación en la definición de estándares operativos regionales

Se trata de establecer un foro regional de coordinación que permita establecer una serie de estándares homogéneos en aspectos de escasa importancia estratégica pero de gran relevancia para los operadores del mercado, sean estos locales o extranjeros.

La agenda abarcaría (véase IV.4.1):

- (i) Definición de criterios homogéneos de valoración de los instrumentos negociados.
- (ii) Armonización de las bases conceptuales de los sistemas de negociación de mercado secundario.
- (iii) Definición de los estándares de información relevante para el mercado de deuda pública y difusión actualizada a través de una web regional.
- (iv) Elaboración de índices nacionales y regionales de deuda pública.
- (v) Elaboración de un estándar marco sobre normas operativas de liquidación en las operaciones con deuda pública de corto plazo.

Las contrapartes deberían ser el Ministerio de Hacienda, el Banco Central y la Superintendencia de Valores.

A.II.3. GUATEMALA

La participación del sector público en la regulación y supervisión del mercado de valores se inició en Guatemala con la primera ley reguladora del mercado de valores en 1995. Esta ley constituyó el Registro Nacional de Valores para la supervisión de los emisores extrabursátiles. La supervisión de los intermediarios y emisores bursátiles se mantuvo como responsabilidad de la bolsa de valores en el marco de una perspectiva de autorregulación del mercado. Desde la segunda mitad de 1998 se han producido una serie de problemas en el sector financiero que han afectado especialmente al mercado de valores (bursátil y extrabursátil). Esto ha llevado a plantear la necesidad de reformas desde una doble perspectiva: (i) modificar la ley vigente de forma que haya una mayor presencia del sector público en la supervisión del mercado; y (ii) plantear una serie de reformas estructurales que permitan el desarrollo del mercado. Estas últimas, apoyadas por el Ministerio de Finanzas, por el Banco Central y por las Bolsas de Valores, abarcan aspectos de estandarización de la deuda pública, reorganización de los mercados primarios y secundarios, mejoras en los procedimientos de compensación y liquidación, y depuración de las normas de organización del “back-office” de los puestos de bolsa.

En el marco de estas iniciativas y de la descripción del mercado realizada en el anexo AI.3., se propone que el proyecto de armonización regional de deuda pública apoye la iniciativa de Guatemala en los temas que se mencionan a continuación.

1. Integración de los mercados de liquidez

Este componente tiene como objetivo mejorar la eficiencia del mercado interbancario y articularlo de forma eficiente con el segmento de mercado de dinero que opera a través de las bolsas de valores.

La agenda de este componente abarcaría los siguientes temas (véase IV.1.5.):

- (i) Diagnóstico y definición institucional de los mecanismos de redistribución de la liquidez (participantes, organización, tipos de instrumentos y mecanismos de articulación)
- (ii) Estrategia e instrumentación de la participación de los Bancos Centrales en los mercados de liquidez
- (iii) Microestructura del mercado interbancario (diseño conceptual, diseño y desarrollo de un sistema de información y negociación interbancario)

La contraparte de este componente debería ser el Banco Central.

2. Implementación de aspectos clave del Plan de Desarrollo del Mercado Primario

Este componente pretende apoyar las iniciativas que ha tenido recientemente el Ministerio de Finanzas por emitir deuda estandarizada de forma regular y con el objetivo de desarrollar el mercado secundario.

La agenda de este componente abarcaría (véase IV.2.4.):

- (i) Diagnóstico y definición institucional y operativa de la organización del mercado primario (participantes, mecanismos y estrategias de colocación).
- (ii) Diseño estandarizado de los títulos de corto plazo.
- (iii) Coordinación de las colocaciones del Ministerio de Hacienda y del Banco Central.

Las contrapartes deberían ser el Ministerio de Finanzas y el Banco Central.

3. Implementación de aspectos clave del Plan de Desarrollo del Mercado Secundario

El desarrollo de este componente depende de las decisiones que se tomen en la organización del mercado primario. Se pretende apoyar a las Bolsas de Valores en sus iniciativas para recuperar la credibilidad en el mercado secundario.

La agenda abarcaría (véase IV.3 y, en especial, IV.3.5.):

- (i) Diagnóstico y definición institucional de los mercados secundarios según sus funciones (mayorista, minorista, creadores de mercado).
- (ii) Microestructura del mercado secundario de deuda pública (diseño conceptual, diseño y desarrollo de un sistema de información y negociación de mercado secundario).

- (iii) Diagnóstico y lineamientos sobre la organización del ciclo de compensación y liquidación de valores.

La contraparte debería ser la Superintendencia de Valores con apoyo del Banco Central.

4. Impulso a la inversión colectiva

Los fondos de inversión se encuentran parcialmente regulados por la actual Ley del mercado de valores. Sin embargo, estas disposiciones deben ser completadas y el ente regulador debe dotarse de instrumentos que le permitan reglamentar adecuadamente esta figura y supervisarla.

La agenda abarcaría (véase IV.5.1):

- (i) Diagnóstico y lineamientos para la organización institucional y regulatoria de los instrumentos de inversión colectiva que existen en la actualidad, con el objetivo de minimizar el arbitraje regulatorio.
- (ii) Capacitación en los aspectos clave de la regulación y supervisión de los instrumentos de inversión colectiva dirigida a entidades supervisoras.
- (iii) Elaboración de normativa prudencial y de manuales de cuentas y de auditoría de instrumentos de inversión colectiva.

La contraparte debería ser la Superintendencia General de Valores.

5. Participación en la definición de estándares operativos regionales

Se trata de establecer un foro regional de coordinación que permita establecer una serie de estándares homogéneos en aspectos de escasa importancia estratégica pero de gran relevancia para los operadores del mercado, sean estos locales o extranjeros.

La agenda abarcaría siguiente (véase IV.4.1):

- (i) Definición de criterios homogéneos de valoración de los instrumentos negociados.
- (ii) Armonización de las bases conceptuales de los sistemas de negociación de mercado secundario.
- (iii) Definición de los estándares de información relevante para el mercado de deuda pública y difusión actualizada a través de una web regional.
- (iv) Elaboración de índices nacionales y regionales de deuda pública.
- (v) Elaboración de un estándar marco sobre normas operativas de liquidación en las operaciones con deuda pública de corto plazo.

Las contrapartes deberían ser el Ministerio de Hacienda, el Banco Central y la Superintendencia de Valores.

A.II.4. HONDURAS

El mercado de valores hondureño está en un periodo de cambio importante, ya que se encuentra muy avanzada la discusión de su primera Ley reguladora. Esta contempla la participación del sector público en la supervisión, la cual parece que será asumida por la Comisión Bancaria. En lo que se refiere al mercado de valores públicos, sólo emite en el mercado el Banco Central a través de subastas en las que pueden participar tanto los puestos de bolsa como personas físicas o jurídicas independientes de las bolsas de valores. En el momento en que se realizó la misión (mayo de 1999) había conversaciones entre el Banco Central y el Ministerio de Finanzas sobre la posibilidad de que este último emitiera su propia deuda directamente en el mercado. Independientemente de esta decisión, se han identificado una serie de temas, en el marco de la armonización de los mercados de deuda pública de la región, en los que se podrían apoyar los esfuerzos actuales de modernización del mercado de valores.

1. Integración de los mercados de liquidez

Este componente tiene como objetivo mejorar la eficiencia del mercado interbancario y articularlo de forma eficiente con el segmento de mercado de dinero que opera a través de las bolsas de valores.

La agenda de este componente abarcaría los siguientes temas (véase IV.1.5.):

- (i) Diagnóstico y definición institucional de los mecanismos de redistribución de la liquidez (participantes, organización, tipos de instrumentos y mecanismos de articulación)
- (ii) Estrategia e instrumentación de la participación de los Bancos Centrales en los mercados de liquidez
- (iii) Microestructura del mercado interbancario (diseño conceptual, diseño y desarrollo de un sistema de información y negociación interbancario)

La contraparte de este componente debería ser el Banco Central.

2. Implementación de aspectos clave del Plan de Desarrollo del Mercado Primario

Este componente pretende apoyar las actuales colocaciones de mercado primario del Banco Central con el objetivo de desarrollar el mercado secundario. Esto tendría beneficios sobre la liquidez, sobre la información disponible en el mercado y, en última instancia, sobre las primas de emisión por liquidez y por aumentar la capacidad de colocación interna. Adicionalmente, se podría apoyar la emisión en el mercado por parte del Ministerio de Hacienda en caso de que se haya tomado una decisión sobre este tema.

La agenda de este componente abarcaría (véase IV.2.4.)

- (i) Diagnóstico y definición institucional y operativa de la organización del mercado primario (participantes, mecanismos y estrategias de colocación).
- (ii) Diseño estandarizado de los títulos de corto plazo.
- (iii) Coordinación de las colocaciones del Ministerio de Finanzas y del Banco Central.

Las contrapartes deberían ser el Ministerio de Finanzas y el Banco Central.

3. Implementación de aspectos clave del Plan de Desarrollo del Mercado Secundario

El desarrollo de este componente depende de las decisiones que se tomen en la organización del mercado primario. Se pretende apoyar a las Bolsas de Valores en la organización del mercado secundario.

La agenda abarcaría (véase IV.3 y, en especial, IV.3.5.).

- (i) Diagnóstico y definición institucional de los mercados secundarios según sus funciones (mayorista, minorista, creadores de mercado).
- (ii) Microestructura del mercado secundario de deuda pública (diseño conceptual, diseño y desarrollo de un sistema de información y negociación de mercado secundario).
- (iii) Diagnóstico y lineamientos sobre la organización del ciclo de compensación y liquidación de valores.

La contraparte debería ser la Superintendencia de Valores con apoyo del Banco Central.

4. Impulso a la inversión colectiva

La regulación de los fondos de inversión se iniciará con la aprobación de la Ley del mercado de valores que se encuentra en discusión. Sus disposiciones deben ser completadas y el ente regulador debe dotarse de instrumentos que le permitan reglamentar esta figura y supervisarla.

La agenda abarcaría los siguientes temas (véase IV.5.1):

- (i) Diagnóstico y lineamientos para la organización institucional y regulatoria de los instrumentos de inversión colectiva que existen en la actualidad, con el objetivo de minimizar el arbitraje regulatorio.
- (ii) Capacitación en los aspectos clave de la regulación y supervisión de los instrumentos de inversión colectiva dirigida a entidades supervisoras.
- (iii) Elaboración de normativa prudencial y de manuales de cuentas y de auditoría de instrumentos de inversión colectiva.

La contraparte debería ser la Superintendencia General de Valores.

5. Participación en la definición de estándares operativos regionales

Se trata de establecer un foro regional de coordinación que permita establecer una serie de estándares homogéneos en aspectos de escasa importancia estratégica pero de gran relevancia para los operadores del mercado, sean estos locales o extranjeros.

La agenda abarcaría (véase IV.4.1):

- (i) Definición de criterios homogéneos de valoración de los instrumentos negociados.

- (ii) Armonización de las bases conceptuales de los sistemas de negociación de mercado secundario.
- (iii) Definición de los estándares de información relevante para el mercado de deuda pública y difusión actualizada a través de una web regional.
- (iv) Elaboración de índices nacionales y regionales de deuda pública.
- (v) Elaboración de un estándar marco sobre normas operativas de liquidación en las operaciones con deuda pública de corto plazo.

Las contrapartes deberían ser el Ministerio de Finanzas, el Banco Central y la entidad encargada de la supervisión del mercado de valores.

A.II.5. NICARAGUA

El mercado de valores nicaragüense se encuentra en una fase inicial de su desarrollo que está siendo apoyada, tanto por el sector público como por el sector privado, a través de la creación de infraestructuras de mercado. Existe un FOMIN que contempla acciones en la elaboración de una Ley del mercado de valores, en la constitución de una entidad supervisora del mercado, en el apoyo a la estandarización y en la modernización del actual sistema de custodia y de compensación y liquidación. La existencia de estas iniciativas supone una oportunidad en términos de las posibilidades de armonización con otros mercados de deuda pública de la región. En el marco del programa de armonización de los mercados de deuda pública se proponen las siguientes líneas de trabajo que podrían complementar las iniciativas actuales.

1. Integración de los mercados de liquidez

Este componente tiene como objetivo mejorar la eficiencia del mercado interbancario y articularlo de forma eficiente con el segmento de mercado de dinero que opera a través de las bolsas de valores.

La agenda de este componente abarcaría los siguientes temas (véase IV.1.5.):

- (i) Diagnóstico y definición institucional de los mecanismos de redistribución de la liquidez (participantes, organización, tipos de instrumentos y mecanismos de articulación)
- (ii) Estrategia e instrumentación de la participación del Banco Central en los mercados de liquidez
- (iii) Microestructura del mercado interbancario (diseño conceptual, diseño y desarrollo de un sistema de información y negociación interbancario)

La contraparte de este componente debería ser el Banco Central.

2. Implementación de aspectos clave del Plan de Desarrollo del Mercado Primario

Este componente pretende apoyar las actuales colocaciones de mercado primario del Banco Central con el objetivo de desarrollar el mercado secundario. Esto tendría beneficios sobre la liquidez, sobre la información disponible en el mercado y, en última

instancia, sobre las primas de emisión por liquidez y por aumentar la capacidad de colocación interna. Adicionalmente, se podría apoyar la emisión en el mercado por parte del Ministerio de Hacienda en caso de que se haya tomado una decisión sobre la conveniencia de que éste emita directamente deuda negociable en el mercado.

La agenda de este componente abarcaría (véase IV.2.4.):

- (i) Diagnóstico y definición institucional y operativa de la organización del mercado primario (participantes, mecanismos y estrategias de colocación).
- (ii) Diseño estandarizado de los títulos de corto plazo.
- (iii) Coordinación de las colocaciones del Ministerio de Finanzas y del Banco Central.

Las contrapartes deberían ser el Ministerio de Finanzas y el Banco Central.

3. Implementación de aspectos clave del Plan de Desarrollo del Mercado Secundario

El desarrollo de este componente depende de las decisiones que se tomen en la organización del mercado primario. Se pretende apoyar a la Bolsa de Valores en la organización del mercado secundario.

La agenda abarcaría (véase IV.3 y, en especial, IV.3.5.):

- (i) Diagnóstico y definición institucional de los mercados secundarios según sus funciones (mayorista, minorista, creadores de mercado).
- (ii) Microestructura del mercado secundario de deuda pública (diseño conceptual, diseño y desarrollo de un sistema de información y negociación de mercado secundario).
- (iii) Diagnóstico y lineamientos sobre la organización del ciclo de compensación y liquidación de valores.

La contraparte debería ser la Superintendencia de Valores con apoyo del Banco Central.

4. Impulso a la inversión colectiva

Aunque los fondos de inversión no existen en Nicaragua, se espera que la Ley que se está redactando contemple esta figura de inversión colectiva. Sus disposiciones deben ser completadas y el ente regulador debe dotarse de instrumentos que le permitan reglamentar esta figura y supervisarla adecuadamente.

La agenda abarcaría (véase IV.5.1):

- (i) Diagnóstico y lineamientos para la organización institucional y regulatoria de los instrumentos de inversión colectiva que existen en la actualidad, con el objetivo de minimizar el arbitraje regulatorio.
- (ii) Capacitación en los aspectos clave de la regulación y supervisión de los instrumentos de inversión colectiva dirigida a entidades supervisoras.
- (iii) Elaboración de normativa prudencial y de manuales de cuentas y de auditoría de instrumentos de inversión colectiva.

La contraparte debería ser el organismo encargado de la supervisión del mercado de valores.

5. Participación en la definición de estándares operativos regionales

Se trata de apoyar un foro regional de coordinación que permita establecer una serie de estándares homogéneos en aspectos de escasa importancia estratégica pero de gran relevancia para los operadores del mercado, sean estos locales o extranjeros.

La agenda abarcaría los siguientes temas (véase IV.4.1):

- (i) Definición de criterios homogéneos de valoración de los instrumentos negociados.
- (ii) Armonización de las bases conceptuales de los sistemas de negociación de mercado secundario.
- (iii) Definición de los estándares de información relevante para el mercado de deuda pública y difusión actualizada a través de una web regional.
- (iv) Elaboración de índices nacionales y regionales de deuda pública.
- (v) Elaboración de un estándar marco sobre normas operativas de liquidación en las operaciones con deuda pública de corto plazo.

Las contrapartes deberían ser el Ministerio de Finanzas, el Banco Central y la entidad encargada de la supervisión del mercado de valores.

A.II.6. PANAMÁ

Panamá ha realizado recientemente dos cambios importantes encaminados a la modernización de su mercado de valores: i) la aprobación de una nueva Ley reguladora del mercado de valores y ii) la emisión de deuda interna de corto plazo (letras del tesoro) mediante subasta en la bolsa de valores. Esta última iniciativa, forma parte de una estrategia por emitir deuda interna de corto plazo para el financiamiento de las necesidades de caja de la Tesorería Nacional. En el momento de la misión (junio de 1999) sólo se habían realizado tres emisiones de alrededor de US\$ 100 millones, colocadas en una única subasta.

Por otra parte Panamá presenta dos características especiales derivadas de su régimen monetario que lo diferencian del la región centroamericana. En primer lugar, se trata de un mercado poco acostumbrado al riesgo cambiario por la paridad balboa-colón; y en segundo lugar, el sector financiero se encuentra perfectamente integrado al mercado internacional del dólar, lo cual determina que la deuda pública panameña no tenga la importancia que se observa en Centroamérica para la gestión de la liquidez del sistema financiero.

A pesar de las diferencias señaladas con respecto a Centroamérica, se ha detectado la necesidad de mejorar la infraestructura del mercado y apoyar técnicamente a la Tesorería en la elaboración e implementación de su estrategia de colocación. A continuación se realiza una propuesta de aquellas áreas de mejora de infraestructura

que forman parte, al mismo tiempo, u programa que facilite la integración de los mercados de deuda pública de la región.

1. Integración de los mercados de liquidez

Este componente tiene como objetivo mejorar la eficiencia del mercado interbancario y articularlo de forma eficiente con otros mercados de dinero informales que operan en el país.

La agenda de este componente abarcaría los siguientes temas (véase IV.1.5.):

- (i) Diagnóstico y definición institucional de los mecanismos de redistribución de la liquidez (participantes, organización, tipos de instrumentos y mecanismos de articulación)
- (ii) Estrategia e instrumentación de la participación del Banco de Panamá en los mercados de liquidez
- (iii) Microestructura del mercado interbancario (diseño conceptual, diseño y desarrollo de un sistema de información y negociación interbancario)

La contraparte de este componente debería ser el Banco de Panamá.

2. Implementación de aspectos clave del Plan de Desarrollo del Mercado Primario

Este componente pretende apoyar las actuales colocaciones de mercado primario del Ministerio de Finanzas con el objetivo de desarrollar el mercado secundario. Esto tendría beneficios sobre la liquidez, sobre la información disponible en el mercado y, en última instancia, sobre las primas de emisión por liquidez y por aumentar la capacidad de colocación interna.

La agenda de este componente abarcaría (véase IV.2.4.):

- (i) Diagnóstico y definición institucional y operativa de la organización del mercado primario (participantes, mecanismos y estrategias de colocación).
- (ii) Diseño estandarizado de los títulos de corto plazo.

Las contraparte debería ser el Ministerio de Finanzas.

3. Implementación de aspectos clave del Plan de Desarrollo del Mercado Secundario

El desarrollo de este componente depende de las decisiones que se tomen en la organización del mercado primario. Se pretende apoyar a las Bolsas de Valores en la organización del mercado secundario.

La agenda abarcaría (véase IV.3 y, en especial, IV.3.5.):

- (i) Diagnóstico y definición institucional de los mercados secundarios según sus funciones (mayorista, minorista, creadores de mercado).
- (ii) Microestructura del mercado secundario de deuda pública (diseño conceptual, diseño y desarrollo de un sistema de información y negociación de mercado secundario).

- (iii) Diagnóstico y lineamientos sobre la organización del ciclo de compensación y liquidación de valores.

La contraparte debería ser la Superintendencia de Valores con apoyo del Banco de Panamá y el Ministerio de Finanzas.

4. Impulso a la inversión colectiva

La regulación de los fondos de inversión se encuentra desarrollada en la nueva ley del mercado de valores. Sus disposiciones deben ser completadas y el ente regulador debe dotarse de instrumentos que le permitan reglamentar esta figura y supervisarla.

La agenda abarca lo siguiente (ver IV.5.1):

- (i) Diagnóstico y lineamientos para la organización institucional y regulatoria de los instrumentos de inversión colectiva que existen en la actualidad, con el objetivo de minimizar el arbitraje regulatorio.
- (ii) Capacitación en los aspectos clave de la regulación y supervisión de los instrumentos de inversión colectiva dirigida a entidades supervisoras.
- (iii) Elaboración de normativa prudencial y de manuales de cuentas y de auditoría de instrumentos de inversión colectiva.

La contraparte debería ser la Superintendencia General de Valores.

5. Participación en la definición de estándares operativos regionales

Se trata de establecer un foro regional de coordinación que permita establecer una serie de estándares homogéneos en aspectos de escasa importancia estratégica pero de gran relevancia para los operadores del mercado, sean estos locales o extranjeros.

La agenda abarcaría los siguientes temas (véase IV.4.1):

- (i) Definición de criterios homogéneos de valoración de los instrumentos negociados.
- (ii) Armonización de las bases conceptuales de los sistemas de negociación de mercado secundario.
- (iii) Definición de los estándares de información relevante para el mercado de deuda pública y difusión actualizada a través de una web regional.
- (iv) Elaboración de índices nacionales y regionales de deuda pública.
- (v) Elaboración de un estándar marco sobre normas operativas de liquidación en las operaciones con deuda pública de corto plazo.

Las contrapartes deberían ser el Ministerio de Finanzas, el Banco de Panamá y Superintendencia de Valores.

Anexo II:
Relación de especialistas entrevistados

Para la elaboración del presente informe la misión se entrevistó con los siguientes especialistas (en orden alfabético), a las que se agradece muy sinceramente su colaboración:

AII.1. COSTA RICA:

D^a Felicia Bermúdez. BANEX VALORES. Gerente de Operaciones.
D. José Rafael Brenes. BANCO CENTRAL DE COSTA RICA. Gerente.
D. William Calvo. BANCO CENTRAL DE COSTA RICA. Director División Económica.
D^a Edna Camacho. MINISTERIO DE HACIENDA. Viceministra.
D. Javier Cascante. MINISTERIO DE HACIENDA. Asesor de la Viceministra.
D. Oscar Luis Chaves. ALDESA. Gerente General.
D. Carlos González. BANEX VALORES. Gerente General.
D. Alvaro Gómez. BN VALORES. Gerente General.
D. Eduardo Lizano. BANCO CENTRAL DE COSTA RICA. Presidente.
D^a Betsy Murray. BANCO INTERMERICANO DE DESARROLLO. Especialista Financiero.
D. Adolfo Rodríguez. SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Superintendente.
D. Luis Suñol. BANEX VALORES. Gerente Financiero.
Roberto Venegas. BOLSA NACIONAL DE VALORES. Gerente General.

AII.2. EL SALVADOR:

D. Rafael Barraza. BANCO CENTRAL DE RESERVAS DE EL SALVADOR. Segundo Vice Presidente.
D^a Carmen Elena Brizuela de Alemán. BANCO CENTRAL DE RESERVAS DE EL SALVADOR. Gerente Internacional.
D. Francisco Bustamante. BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO. Especialista Financiero.
D^a Patricia Duarte de Magaña. SGB. Director Gerente.
D. Rolando Duarte Schlageter. MERCADO DE VALORES. Presidente.
D. Óscar Lindo F. CORCEVAL, S.A. DE C.V. Gerente General.
D. Luis Armando Montenegro M. SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO. Intendente de Supervisión.
D. Jorge Alberto Moreno. CEDEVAL. Gerente.
D. Mariano Novoa Flores. CEDEVAL. Presidente.
D. Óscar Armando Pérez Merino. SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Superintendente. Departamento Jurídico.
D. Raúl Ernesto Pineda M. SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Jefe. Departamento Jurídico.

D. Óscar Armando Portillo Luna. Banco Central de Reservas de El Salvador. Jefe de Operaciones Monetarias.
D. Carlos Alberto Renderos Barraza. MERCADO DE VALORES. Sub-Gerente General.
D. Manuel Ernesto Rivera. BANCO CUSCATLAN. Director Financiero.
D. Omar Ernesto Rodríguez Alemán. SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Intendente.
D^a María Elena Suárez de García. MERCADO DE VALORES DE EL SALVADOR. Gerente General.

AII.3. GUATEMALA

D^a S. Patricia Castellanos. M^o FINANZAS PÚBLICAS. Asesora.
D^a Marta Eugenia Dabbah de Figueroa. BOLSA AGRÍCOLA NACIONAL. Gerente General. Corporación Bursátil D. Rafael Viejo Rodríguez. BANEX. Gerente General.
D^a Christie Ippisch. CITIBANK. Assistant Vice president. Fiancial Institutions & Public Sector.
D. Edgar Lemus. BANCO DE GUATEMALA. Director. Foreign Exchange and International Department.
D. Edwin H. Matul R. Banco de Guatemala. Subgerente Financiero.
D. Carlos Melgar. LAFISE. Director.
D. Flavio Montenegro C.. BANCO G&T. Gerente.
D. Óscar Navarro Amaya. BANCAFE. Gerente. Mercados Financieros
D. Sergio F. Recinos R.. BANCO DE GUATEMALA. Director II. Estudios Económicos.
D. Benjamín E. Ruiz E.. BANCO DE GUATEMALA. Director I. Crédito y Oma.

AII.4. HONDURAS

D. Federico Álvarez F.. BANCAHORRO. Presidente Ejecutivo.
D. Carlos Ávila Molina. BANCO FUTURO. Gerente General.
D. Gonzalo Carías Pineda. COMISIÓN NACIONAL DE BANCOS Y SEGUROS. Presidente.
D^a Rosalie Dickerman. BANCO FUTURO. Gerente de Finanzas.
D. Tomás Madrid. BANCO CENTRAL DE HONDURAS. Jefe Sección - Mercadeo y Subastas. Crédito y Valores.
D^a Sandra R. de Midence. Vice-Ministro. Crédito e Inversión Pública.
D. Leonardo Paredes Zúñiga. BHV. Gerente Regional.
D. Rigoberto Pineda S.. BCV. Gerente General.
D. Juan Carlos Reyes. BANCO CENTRAL DE HONDURAS. Jefe. Crédito y Valores.
D. Gustavo A. Rivera Z.. BCV. Analista Financiero. División de Operaciones y Administración.
D. Edgar Rolando Torres Díaz. COMISIÓN NACIONAL DE BANCOS Y SEGUROS. Superintendente de Bancos, Seguros e Instituciones Financieras.

AII.5. NICARAGUA

D. Ernesto Alemán Lanzas. BANCO NICARAGÜENSE DE INDUSTRIA Y COMERCIO. Gerente Financiero Administrativo.

D. Felipe Argüello A. CENIVAL. Gerente. Centro Financiero Banic .
D^a Carolina S. de Barrios. BOLSA DE VALORES DE NICARAGUA. Gerente General.
D. Carlos A. Briceño Ríos. BANCENTRO. Gerente.
D. Carlos A. Cerda García. BANCO CENTRAL DE NICARAGUA. Gerente Financiero.
D. Alan Clerk Avilés. M^o DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Director General.
D. Jorge González Oliu. LAFISE. Corredor de Bolsa. Centro Banic.
D. Alden J. Jirón Zavala. INSTITUTO BOSTON PARA ECONOMÍAS EN DESARROLLO. Consultor MBA. Análisis Financiero & Estrategia Empresarial.
D. Raúl A. Lacayo. BOLSA DE VALORES DE NICARAGUA. Presidente.
D. Ramiro Lau Guerrero. LAFISE. Gerente General.
D. Alfonso J. Llanes C.. Vice Ministro. Hacienda y Crédito Público.
D. Armando A. Núñez B.. BANCO NICARAGÜENSE DE INDUSTRIA Y COMERCIO. Gerente General.
D. Juan José Rodríguez G.. BANCO CENTRAL DE NIC. Gerente. Asuntos Legales.
D. Róger Valle Mercado. M^o DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Asesor. Tesorería General de la República.
D. Jesse W. Wright. BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO. Especialista Sector Financiero.
D. Enrique M. Zamora. LAFISE. Gerente General. Centro Banic.

AII.6. PANAMÁ

D. Michael Borer. CITIBANK, N. A.. Manager Treasury.
D. Bogard Botello. MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS. Jefe de Deuda Externa.
D^a Betzaida R. de Delgado. COLABANCO.V.P. Adjunto Crédito Corporativo.
D. Felipe E. Chapman. BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ. Vicepresidente Ejecutivo y Gerente General.
D^a Denia N. Chen. MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS. Directora General de Tesorería.
D. Carlos G. Herrera. BANCO DEL ISTMO INTERNACIONAL. Gerente Regional-Centroamérica.
D^a Vilma de Luca Díez. SUPERINTENDENCIA DE BANCOS. Secretaria General.
D^a Araceli Méndez. MINISTERIO ECONOMÍA Y FINANZAS. Directora Creed. Público.
D. Michele M. Moreno. BANISTMO. Gerente.
D. Juan Antonio Niño P.. COLABANCO. Vice-Presidente Ejecutivo - Gerente General.
D. Manuel Rabines Ripalda. COLABANCO. Presidente.
D. Edgar E. Rojas A.. MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS. Coordinador Sector Financiero.
D. Luis Amado Sánchez V.. BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO. Especialista Financiero.
D. Eduardo C. Urriola. BANCO NACIONAL DE PANAMÁ. Gerente General.
D. Gustavo Adolfo Villa Jr.. SUPERINTENDENCIA DE BANCOS. Director de Estudios Económicos y Anál. Financiero.
D. Rogelio R. de Ycaza V.. ASISTENCIA AL CRÉDITO EMPRESARIAL, S.A.. Gerente.