

**CONSEJO MONETARIO CENTROAMERICANO**  
**Secretaría Ejecutiva**

*“Programa de Armonización de los Mercados de  
Deuda Pública de Centroamérica, Panamá y  
República Dominicana”*

**SECMCA-BID**  
**Proyecto ATN/MT-7357-RG**

**INFORME FINAL**

**JUAN A. KETTERER**  
**Consultor Principal**

**Abril de 2003**

# INDICE

<b>GLOSARIO DE TÉRMINOS .....</b>	<b>a</b>
<b>0. RESUMEN EJECUTIVO.....</b>	<b>i</b>
<b>I. INTRODUCCION.....</b>	<b>1</b>
<b>II. METODOLOGÍA DE TRABAJO.....</b>	<b>5</b>
<b>III. OBJETIVOS GENERALES Y COMPONENTES DEL PROYECTO .....</b>	<b>9</b>
<b>III.1 DEFINICIÓN DE DEL CONJUNTO DE ESTÁNDARES REGIONALES, DIAGNÓSTICOS Y PLANES DE ACCIÓN.....</b>	<b>9</b>
<b>III.1.1.- Estándares Regionales.....</b>	<b>9</b>
<b>III.1.2.- Diagnósticos y Planes de Acción.....</b>	<b>14</b>
<b>III.1.3.- Recomendaciones y bases para los Planes de Acción. ....</b>	<b>23</b>
<b>III.1.4.- Situación de los países .....</b>	<b>24</b>
<b>III.2.- TALLERES DE CAPACITACIÓN.....</b>	<b>32</b>
<b>III.3.- SISTEMA DE INFORMACION Y SITIO WEB (WEB) .....</b>	<b>36</b>
<b>IV. RECOMENDACIONES FINALES.....</b>	<b>40</b>
<b>ANEXOS .....</b>	<b>44</b>

## GLOSARIO DE TÉRMINOS

<b>BEM:</b>	Bonos de Estabilización Monetaria, emitidos por el Banco Central de Costa Rica.
<b>BOLCEN:</b>	Asociación de Bolsas de Valores de Centroamérica.
<b>BPI:</b>	Bonos de Pago por Indemnización de expropiaciones, emitidos por el Gobierno de Nicaragua.
<b>CAM:</b>	Certificados de Absorción Monetaria, emitidos por el Banco Central de Honduras.
<b>CDP:</b>	Certificados de Depósito a Plazo, emitidos por el Banco de Guatemala.
<b>CENI:</b>	Certificados Negociables de Inversión, emitidos por el Banco Central de Nicaragua.
<b>CENELI:</b>	Certificados Negociables de Liquidez, emitidos por el Banco Central de la Reserva de El Salvador.
<b>CERTIBONOS:</b>	Bonos emitidos por el Gobierno de Guatemala.
<b>CMCA:</b>	Consejo Monetario Centroamericano, integrado por los Presidentes de los Bancos Centrales centroamericanos y el Gobernador del Banco Central de República Dominicana.
<b>CTER:</b>	Comité Técnico de Estándares. Regionales, Comité encargado de la revisión de los estándares regionales y del seguimiento de los Planes de Acción de los países participantes, con un enfoque regional. Integrado con representantes de los bancos centrales, ministerios de hacienda o finanzas y de los entes supervisores de los mercados de valores de la región.
<b>DCF:</b>	Deuda Cuasifiscal o Déficit Cuasifiscal. Deuda presente en el balance de los bancos centrales que tiene su origen en operaciones distintas a las funciones de la banca central y que corresponden a la política fiscal.
<b>EUROBONOS:</b>	Bonos emitidos por los gobiernos en el mercado internacional. También se denominan BONOS GLOBALES.
<b>EUROMERCADO:</b>	Mercado internacional “off-shore”, donde se transan los eurobonos.
<b>GIPE:</b>	Gestión Integral del Pasivo Estatal. Método de gestión del endeudamiento público que incorpora todos los pasivos de manera integrada.

<b>HIPC:</b>	“Highly Indebted Poor Countries”. Programa de las organizaciones multilaterales, particularmente el Fondo Monetario Internacional, para ayudar a los países pobres con alto nivel de endeudamiento externo.
<b>OMA:</b>	Operación de Mercado Abierto, realizada por los bancos centrales para instrumentar sus políticas monetarias.
<b>OTC:</b>	“Over the Counter”, mercado extrabursátil donde se realizan operaciones bilaterales mayoristas.
<b>SAC:</b>	Sistema de Anotaciones en Cuenta, utilizado en Costa Rica.
<b>TPO:</b>	Título de Propiedad de cupón cero, emitidos por el Gobierno de Costa Rica.
<b>TUDES:</b>	Títulos especiales, emitidos por el Gobierno de Costa Rica para ser colocados a las agencias y empresas públicas y la Caja del seguro Social.

## 0. RESUMEN EJECUTIVO

1. El objeto de este trabajo ha sido definir e impulsar un conjunto de reformas en el mercado de deuda pública de los países de la Región de Centroamérica, Panamá y la República Dominicana que, cuando se hayan implementado, supondrán un ahorro anual importante para la Región en concepto de ahorros en el coste de su deuda pública.

2. El “Programa de Armonización de los Mercados de Deuda Pública de Centroamérica, Panamá y República Dominicana” ha sido ejecutado por la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (SECMCA) con la cooperación técnica del Banco Interamericano de Desarrollo (FOMIN), en el período comprendido entre abril de 2001 y marzo de 2003. Para algunos aspectos específicos que faltaban, se extendió posteriormente a fines de mayo de 2003.

3. En el año 1999 tuvimos la oportunidad de participar en un estudio, previo a este proyecto, sobre los mercados de deuda pública de la Región. En el trabajo se diagnosticó lo siguiente: *“Los mercados de deuda de la mayoría de países de la Región adolecen de graves problemas de estructuración, lo que lleva a los gobiernos a una forma de endeudamiento cara y riesgosa (es decir, deuda externa, de corto plazo y a tasas variables), a emitir con total falta de estandarización y siguiendo procedimientos de colocación totalmente irregular y ad-hoc. Además, la existencia de un gran monto de deuda cuasi fiscal entorpece la implementación de las políticas monetarias y cambiarias.”*

4. Las recomendaciones que se hacían en dicho estudio eran:

- a) *El sector público debe liderar las reformas, en coordinación estratégica con el sector privado.*
- b) *La estrategia debe consistir en el desarrollo de mercados adecuados que sean capaces de atraer al ahorro externo. Deben ser mercados basados en grandes entidades financieras, suficientemente capitalizadas, y en la participación de inversores institucionales.*
- c) *La coordinación Regional es fundamental, para conseguir el desarrollo de un espacio financiero, de capitales, de la Región. Para ello es necesario: la eliminación de barreras, la adherencia a estándares internacionales y la centralización y difusión de la información regional.*

5. De este modo, se conseguiría:

- a) *Disminución efectiva del coste de financiación del déficit público y del riesgo asumido por los países.*
- b) *Instrumentación eficiente de la Política monetaria y de los objetivos adicionales de los bancos centrales (e.j.: sistemas de pagos colateralizados).*
- c) *Vertebración de los mercados de capitales de la región, atrayendo a la inversión externa a la misma.*

6. El presente proyecto, dirigido a implementar las reformas propuestas, se formuló con la siguiente visión: para poder llevar a cabo una reforma en profundidad del manejo de la deuda pública y de la política monetaria, era necesario tener claramente definido un modelo de mercado de deuda que, efectivamente cumpliera con los objetivos, fuera

implementable en cada país y permitiera, fácilmente, la construcción del espacio financiero Regional.

**7.** Los elementos definitorios de dicho modelo son lo que hemos denominado “estándares”. Los estándares constituyen un conjunto de “benchmarks” de: (i) organización y funcionamiento del mercado primario y secundario de títulos de deuda pública; (ii) métodos de manejo del pasivo estatal; y (iii) instrumentación de la política monetaria y manejo de la deuda cuasi fiscal.

En particular, los estándares son un conjunto de recomendaciones detalladas de cómo determinar óptimamente la estructura de plazos, vencimientos y monedas que soportarán la financiación del déficit del Estado. Se incluyen también recomendaciones sobre los métodos de colocación (subastas competitivas, etc.), diseño y estandarización de las emisiones (según estándares internacionales), organización de los mercados de deuda pública (mayoristas e institucionales) y su relación con las bolsas de valores, estándares mínimos que deben satisfacer las infraestructuras financieras (pagos, compensación y liquidación, etc.) y, finalmente, observaciones sobre la regulación, especialmente en lo que se refiera a facilitar la creación del espacio financiero regional.

**8.** Una vez definidos los estándares, era necesario transmitirlos a los países, para su implementación. Esto se hizo por medio de diferentes vías.

En primer lugar, se organizó una serie de talleres de capacitación, uno para cada subconjunto de estándares. El objetivo de los talleres se formuló con la visión de alcanzar un resultado de naturaleza dual. Por un lado se trataba de capacitar a los asistentes. Pero, por otro lado, se trataba de provocar que los participantes a los talleres acabaran viendo con absoluta naturalidad la necesidad y la posibilidad de implantar los estándares de desarrollo del mercado en cada uno de los países integrantes del proyecto.

Al final de cada taller, después de haber terminado con todas las exposiciones, los asesores principales del proyecto presentaban ante todos los países asistentes el conjunto de estándares correspondiente a la temática del taller. A continuación, los países se reunían y valoraban dos aspectos: (i) si los estándares parecían convenientes; y (ii) si ellos creían que eran implementables en sus respectivos países.

**9.** En segundo lugar, se llevó a cabo, en cada país, un diagnóstico del país (es decir, cuán lejos o cerca estaba el país en el cumplimiento de cada uno de los estándares). A continuación, se formuló un plan de acción para cada país (es decir, un plan de actuaciones concretas para mover al país en la dirección de los estándares). Los planes de acción fueron discutidos varias veces, en las visitas de seguimiento que se hicieron a los países, en los talleres hubo presentaciones de cada país a los demás, etc. Siempre se intentó implicar al mayor número de personas e instituciones posibles en lo referente a los planes de acción.

**10.** En tercer lugar, se decidió desarrollar un Sistema de Información y un Sitio Web (Web). La pieza clave para la construcción de un espacio financiero integrado es que la información fluya suficientemente entre todas las partes activas del sistema. La disponibilidad de información es fundamental para que el proyecto regional de deuda pública pueda progresar debidamente.

En el caso de Centroamérica estaba claro que había una carencia absoluta en este respecto. La información, si se encuentra, está en forma dispersa por países, en formatos difícilmente

comparables. En particular, es extremadamente difícil comparar las valoraciones de cada uno de los instrumentos de los distintos países, ya que se expresan en tasas de interés, con el agravante de cada país utiliza su propia fórmula (normalmente fuera de todo estándar) para realizar los cálculos.

Por lo tanto, era imprescindible que, para garantizar mínimamente la continuidad del proyecto de convergencia de mercados de deuda, que un componente del proyecto consistiera en desarrollar un instrumento que fuera la base de un centro de recolección, estructuración y redifusión de la información.

**11.** En cuarto lugar, periódicamente los asesores principales realizaron una serie de exposiciones al pleno del Consejo Monetario. El objeto de dichas presentaciones era mantener a los presidentes de los bancos centrales integrantes del CMCA informados de la marcha y progreso del proyecto, así como recabar las opiniones y el “feedback” que los miembros del CMCA gustaran ofrecer sobre el mismo. Producto de esta actividad fue que el Consejo Monetario Centroamericano y el Consejo de Ministros de Hacienda o de Finanzas de la Región acordaron reunirse para aprobar los estándares. Si esto ocurre, será un apoyo muy importante para la implementación de los planes de acción de cada uno de los países.

**12.** En quinto lugar, se plantearon una serie de acciones de difusión entre el sector privado. En la formulación inicial del proyecto se planteó un componente de relación con el sector privado. Cuando se re-examinó la marcha del proyecto, a mitades del mismo, se decidió eliminar dicho componente. La razón de dicha decisión fue un problema de tiempo. Pensamos que, si no existía una decisión clara y suficientemente comprometida por parte de los gobiernos y bancos centrales de implementar la reforma, era perder el tiempo y el dinero ir al sector privado a contarle un proyecto cuyas expectativas de materialización eran bastante vagas.

La realidad ha sido que en aquellos países donde se han implementado iniciativas concretas, los asesores principales han tenido el gusto de mantener reuniones con el sector privado para explicar el contenido y el alcance de tales medidas en el contexto general del proyecto. Este ha sido el caso de Nicaragua, Panamá y BOLCEN.

**13.** En términos generales, el proyecto se ha desarrollado de manera satisfactoria durante los dos años de su ejecución: todos los países tienen su plan de acción, se ha podido realizar todos los talleres (incluso se añadieron dos más), los estándares se completaron y serán aprobados formalmente por el CMCA y el Consejo de Ministros de Hacienda o Finanzas de la Región, etc. Sin embargo, cabría hacer algunas matizaciones.

**14.** Después de dos años de participación en el proyecto, la mayoría de los países tienen bien claramente asumido los estándares, su diagnóstico y su plan de acción. Es decir, cada uno de los países participantes sabe exactamente dónde está y hacia dónde tiene que ir. El problema es que no está claro que en todos los países exista la capacidad de ejecución, dispongan de la asistencia técnica y del respaldo político necesario para implementar de manera satisfactoria los correspondientes planes de acción. Independientemente de las medidas concretas que se prescriban para cada país, es fundamental tener en cuenta que si los gobiernos de los países no tienen una motivación suficiente, las reformas no se acometerán o se ejecutarán de manera excesivamente lenta. Para que los países puedan llegar a tener una motivación suficiente, deben adoptar una metodología de gestión de su

pasivo que incorpore de manera explícita los riesgos y los costes de políticas de financiación alternativas. En particular debería llevarse a cabo una cruzada contra razonamientos como: “es mejor financiarse a corto plazo, porque la financiación a largo plazo es siempre a tasas superiores, ya que la curva de tasas casi siempre presenta una pendiente vertical”; “la política de gestión de tesorería calzada es mucho mejor porque no desperdicia excedentes de tesorería”; “la financiación externa es mucho más barata que la interna y eso justifica el riesgo de asumido en concepto de posible devaluación de la moneda doméstica”.

**15.** Creemos que, en el marco del proyecto, hemos conseguido que los funcionarios que se han vinculado al mismo de una forma o de otra, hayan eliminado de su catecismo dichas expresiones y otras análogas. Ahora falta extender esta línea de pensamiento a las instancias superiores de los gobiernos, donde se toman las decisiones. Vista las últimas experiencias sobre política de financiación, creemos que, desafortunadamente, aún estamos lejos de conseguirlo.

Una vez los gobiernos hayan adoptado la mencionada metodología, será fácil para ellos reconocer que la gestión del endeudamiento en el marco de unos mercados domésticos de deuda más modernos llevaría a una sustancial mejora en los ratios de coste y riesgo que se pueden alcanzar.

**16.** La ausencia de una política de gestión integrada del pasivo estatal que tenga en cuenta los riesgos y los costes que los países están asumiendo en la actual situación, determina que la política pública no tome la iniciativa para la reforma de los mercados de deuda pública en la dirección de transformar los mercados domésticos en mercados desarrollados, con lo cual, la implementación de la financiación pública no puede hacerse de manera distinta a la que actualmente se está haciendo.

Hasta que la reforma no tenga lugar, los gobiernos y los bancos centrales continuarán restringidos en su capacidad de maniobra y obligados a mantener las actuales políticas de financiación. Y la reforma probablemente no tendrá un respaldo decidido de los Gobiernos, hasta que los mismos no alcancen a comprender el amplio conjunto de beneficios que esto le va a reportar al sistema financiero y, por ende, a la economía de los países y de la región.

**17.** Un elemento muy importante para valorar correctamente los beneficios del desarrollo del mercado doméstico consiste en evaluar correcta y completamente los costes y los riesgos derivados de las alternativas de financiación en el mercado externo. Si esa evaluación no se hace apropiadamente, es posible que los países no quieran invertir recurso de tiempo y dinero para el desarrollo del mercado doméstico.

Adicionalmente, el sector público debe entender que la experiencia histórica demuestra sobradamente que es él quien debe liderar el proceso de transformación. El mercado de la deuda pública es el mercado del gobierno. Está claramente en el interés nacional que el mercado funcione, ya que, de este modo, el coste de la financiación será menor y el excedente será mayor para todos, especialmente para aquellos que están en el sector productivo y promueven el crecimiento económico de la nación.

**18.** Finalmente, se debe entender que el desarrollo de dicho mercado será mucho más efectivo y rápido, si se lleva a cabo incorporando una dimensión de coordinación regional. Desgraciadamente para el argumento existe la concepción, tan equivocada como extendida,

de que permitir que los inversores domésticos puedan invertir en el exterior contribuye a disminuir la base del ahorro total disponible para financiar el déficit público doméstico.

#### **19. RECOMENDACIONES:**

- a)** El Comité de Estándares debe ocuparse de coordinar y ofrecer asistencia técnica y conseguir respaldo a los países en la implementación de los planes de acción. Esto se podría llevar a cabo ofreciendo cada cuatro meses un mes de consultoría, para que todos los países pudieran ponerse al día en las ejecuciones de sus respectivos planes de acción.
- b)** El CMCA debe actuar con decisión y máxima publicidad, para recabar apoyo político por parte de los Gobiernos en la implantación de los estándares.
- c)** Uno de los logros más notables del proyecto ha sido generar un grupo bastante compacto de funcionarios con un nivel alto de capacitación en el ámbito de la gestión de la deuda pública y del desarrollo de sus mercados. Esta labor debe continuarse y mejorarse. La “cultura” que se ha creado es un activo que sería una gran pena que se dejara perder.
- d)** Por lo que respecta a la Web, se ha hecho una gran labor en la definición y desarrollo de la infraestructura tecnológica y funcional. Sin embargo aún queda por ver si los organismos de los países que han adquirido el compromiso de actualizarla con datos van a poder hacerlo o no. Todos los esfuerzos de la Web deben ir concentrados a conseguir que las actualizaciones por parte de los países se lleven a cabo en las mejores condiciones de calidad y prestanda posibles.
- e)** Uno de los puntos básicos de la estrategia propuesta consiste en la alineación de intereses estratégicos con el sector privado. La consecución de este objetivo debe estar presente en la formulación de una política para el seguimiento de este proyecto. Es, por tanto, necesario definir un proyecto que recoja los lineamientos que originalmente estaban incorporados en el presente proyecto, para actuar con el sector privado.

## I. INTRODUCCION

El “*Programa de Armonización de los Mercados de Deuda Pública de Centroamérica, Panamá y República Dominicana*” ha sido ejecutado por la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (SECMCA) con la cooperación técnica del Banco Interamericano de Desarrollo (FOMIN), en el período comprendido entre abril de 2001 y marzo de 2003. El programa tenía como principal objetivo promover la armonización de las características de los mercados de deuda pública de la región, con miras a organizar un mercado secundario regional muy líquido de deuda pública, el cual tendría al menos cuatro importantes beneficios para los países participantes:

- a) Reducir costo financiero deuda pública y alcanzar una mayor estabilidad en su financiamiento.
- b) Facilitar que los Bancos Centrales puedan mejorar la ejecución de su política monetaria, mediante instrumentos indirectos.
- c) Aumentar la eficiencia en la gestión de la liquidez de las entidades financieras, mediante instrumentos de mercado, lo cual apoyará la estabilidad del sistema financiero, al reducirse el riesgo de liquidez.
- d) Aumentar el atractivo de la región a capitales internacionales al poderse integrar carteras con bonos varios países, sin necesidad de recurrir al euromercado, de costos financieros más elevados.

El antecedente inmediato de este proyecto lo constituye el estudio titulado “*Mercados de Liquidez y de Deuda Pública en Centroamérica*”, Octubre de 1999, en el cual se resaltaron cinco principios fundamentales para desarrollar el mercado regional de deuda pública:

- a) Participación conjunta del sector público y del sector privado en la estrategia de desarrollo del mercado de deuda pública.
- b) Desarrollar una infraestructura local para incentivar a que el ahorro (interno y externo) esté dispuesto a financiar al Gobierno por intermedio de la deuda interna emitida y negociada en los mercados locales.
- c) La liquidez es la clave del desarrollo del mercado de deuda pública; y el pilar básico de la liquidez es la estandarización.
- d) La importancia de la diferenciación de mercados según sus funciones (mayorista, minorista, de dinero, de inversión), cada uno con normas propias que le permiten funcionar eficientemente y que no son necesariamente válidas para los demás.
- e) 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.

Dicho estudio por su parte, clasificó los diferentes problemas observados en la región en los siguientes cinco factores: estratégicos; institucionales; de micro-estructura del mercado de valores; de carácter legal y de supervisión; y de carácter regional. A continuación se presenta una síntesis de los problemas en cada uno de ellos:

- a) **Factores estratégicos:** énfasis de la financiación por medio de deuda externa en vez de interna; escasa atención al desarrollo del mercado secundario como parte de la estrategia de emisión; excesivo peso de las instituciones públicas en la financiación de la deuda interna; no hay regularidad en las políticas de emisión de deuda; y problemas de coordinación entre la política monetaria y la gestión del déficit público y cuasi fiscal.
- b) **Factores institucionales:** escasa articulación entre los mercados de gestión de la liquidez; los participantes en el mercado primario no tienen obligación de crear mercado secundario; y escasa armonización de las normas prudenciales y de las características de los instrumentos de inversión colectiva.
- c) **Factores de micro-estructura del mercado de valores:** escasa estandarización de las emisiones de deuda; problemas en la organización de los sistemas de negociación del mercado secundario (mezcla de mercados, títulos sin estandarizar y riesgos de contraparte); deficiencias en la organización administrativa (back-office) de los intermediarios (Puestos de Bolsa); y deficiencias en los sistemas de compensación y liquidación de valores.
- d) **Factores de carácter legal y de supervisión:** encaje de los reportos interbancarios, lo cual disminuye el potencial de esta figura para apoyar el desarrollo de mercados eficientes de dinero; prohibición de que el Banco Central realice operaciones de reporto por considerarse como financiamiento indirecto al Gobierno; y escasa normativa prudencial para los intermediarios de valores (Puestos de Bolsa), especialmente de requisitos patrimoniales proporcionales a los riesgos asumidos.
- e) **Factores de carácter regional:** medidas administrativas que impiden o dificultan la negociación y la tenencia de títulos de deuda pública del resto de los países de la región; diferentes convenciones o prácticas del mercado que deben uniformarse siguiendo los mercados internacionales. Las diferencias más importantes se encuentran en: i) valoración de los títulos; ii) 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.

Con fundamento en dicho estudio, el actual proyecto se estructuró con tres componentes:

1. Definición del conjunto de estándares que guiarían la organización de los mercados nacionales y regional de deuda pública;
2. Organización de Talleres regionales de capacitación técnica; y
3. Instauración de un sistema regional de información, con base en el diseño y operación de un sitio Web.

A continuación se detallan los componentes anteriores:

## **1. Definición del conjunto de estándares que guiarían la organización de los mercados nacionales y regional de deuda pública**

La idea de definir unos estándares de organización de los mercados estaba dirigida a dos objetivos:

**i.-** establecer unas pautas para el desarrollo de unos mercados domésticos modernos y análogos en su estructura, diseño y pautas de funcionamiento a los existentes en los países más desarrollados. No hemos sido capaces de encontrar ninguna razón de peso para tener un diseño de mercados atípico y fuera de los estándares internacionales.

**ii.-** que, por transitividad, todos los mercados de cada uno de los países tuvieran suficientes elementos comunes como para provocar que, de manera natural, se creara un espacio financiero integrado a nivel de la región, aún cuando subsistieran, como es lógico, diferencias en las economías de cada uno de los países integrantes del proyecto. Esta ha sido, por ejemplo, la experiencia de Europa. Incluso mucho antes de que se instaurara la moneda única, ya se había desarrollado un gran espacio de mercado de capitales a nivel europeo, cuyo eje de sustento era el marco alemán. En el caso de Centroamérica el papel de moneda eje del mercado que estamos describiendo va a ser, lógicamente, el USD, especialmente cuando dos de los países más desarrollados de la región, como son Panamá y El Salvador, ya están dolarizados.

## **2. Organización de Talleres regionales de capacitación técnica**

El objetivo de los talleres ha sido formulado con la visión de alcanzar un resultado de naturaleza dual. Por un lado se trataba de capacitar a los asistentes. Pero, por otro lado, se trataba de provocar que los participantes a los talleres acabaran viendo con absoluta naturalidad la necesidad y la posibilidad de implantar los estándares de desarrollo del mercado en cada uno de los países integrantes del proyecto.

Al final de cada taller, después de haber terminado con todas las exposiciones, los asesores principales del proyecto presentaban ante todos los países asistentes el conjunto de estándares correspondiente a la temática del taller. A continuación, se dejaba un tiempo para que los países se reunieran y valoraran dos aspectos:

**i.-** si los estándares parecían convenientes; y

**ii.-** si ellos creían que eran implementables en su país.

Seguidamente se procedía a una ronda, donde cada país expresaba su opinión. La mesa, compuesta por los asesores principales del proyecto y, en su caso por el consultor contratado para conducir el taller, tomaba nota de las observaciones realizadas por cada uno de los países y reformulaba los estándares, con el objetivo de que fueran “aprobados” por los asistentes. De este modo se construyeron los estándares, derivados de los talleres.

## **3. Instauración de un sistema regional de información, con base en el diseño y operación de un sitio Web**

La pieza clave para la construcción de un espacio financiero integrado es que la información circule con fluidez entre todas las partes activas del sistema. La disponibilidad de información es fundamental para que el proyecto regional de deuda pública pueda progresar debidamente.

En el caso de Centroamérica estaba claro que había una carencia absoluta en este respecto. La información, si se encuentra, está en forma dispersa por países, en formatos difícilmente comparables. En particular, es extremadamente difícil comparar las valoraciones de cada uno de los instrumentos de los distintos países, ya que se expresan en tasas de interés, con el agravante de cada país utiliza su propia fórmula (normalmente fuera de todo estándar) para realizar los cálculos.

Por lo tanto, era imprescindible que, para garantizar mínimamente la continuidad del proyecto de convergencia de los mercados de deuda pública, un componente del proyecto consistiera en desarrollar un instrumento que fuera la base de un centro de recolección, estructuración y redifusión de la información.

### **TABLA RESUMEN**

<b>COMPONENTE</b>	<b>OBJETIVOS</b>
<b>Estándares Regionales</b>	Desarrollo Mercados Domésticos Desarrollo Mercado Regional
<b>Talleres de Capacitación</b>	Capacitación Desarrollo Estándares Continuidad Proyecto
<b>Sistema de Información y Sitio Web</b>	Información Continuidad Proyecto

## II. METODOLOGÍA DE TRABAJO

El proyecto se organizó de la siguiente manera:

### 1. Unidad Técnica del Programa (UTP)

El Programa fue ejecutado a través de la UTP, integrada por el Asesor Principal del Programa, el Asesor Técnico y el Coordinador Administrativo, los dos últimos funcionarios de la SECMCA. La UTP cumplió todas sus funciones bajo la dirección del SECMCA. Las funciones del Asesor Principal del Programa fueron: **i.-** elaborar el plan de acción detallado del programa; **ii.-** elaborar los términos de referencia de consultorías específicas; **iii.-** identificar y calificar los candidatos para dichas consultorías; **iv.-** liderar el componente relacionado con la definición de los estándares; **v.-** elaborar la temática y diseño de los talleres; **vi.-** supervisar el componente informática y asegurar la integración de los estándares dentro del contenido de la información divulgado a través de los medios informáticos; y **vii.-** revisar y aprobar los informes técnicos y los productos finales de las actividades del Programa.

El Asesor Técnico trabajó en estrecha coordinación con el Asesor Principal, cumpliendo las siguientes funciones: **i.-** supervisar la ejecución cotidiana de las actividades proyecto; **ii.-** efectuar la contratación de los expertos y coordinar la ejecución de las consultorías; **iii.-** organizar los talleres; y **iv.-** mantener comunicación con las contrapartes de las autoridades de los países Centroamericanos.

También la SECMCA facilitó los servicios del Coordinador Administrativo del Programa, así como también del Informático, quien lideró el desarrollo del sistema de información y el sitio Web. Además, la SECMCA brindó oficinas y apoyo logístico requerido (secretarial, comunicaciones, computacional, reproducción de documentos, etc.), y llevó el sistema contable para el control financiero del Programa

Por su parte, cada uno de los bancos centrales participantes y el Ministerio de Economía y Finanzas de Panamá, nombraron un coordinador titular y un suplente, quienes fueron los enlaces con la UTP y se encargaron de la coordinación de las actividades su país, incluyendo la organización del apoyo logístico para el desarrollo de los talleres.

### 2. Organización de los GNA

En cada país se organizó el denominado Grupo Nacional de Apoyo al Programa (GNA). Dicho grupo estaba compuesto por una representación amplia de los estamentos relevantes del sector financiero: banco central, ministerio de hacienda y/o finanzas (crédito público y/o tesorería nacional) y la superintendencia de valores. El GNA estaba coordinado, en cada país, por un funcionario del banco central correspondiente. La única excepción fue la de la República de Panamá que por no tener banco central, el GNA fue coordinado por el la Dirección General de Crédito Público del Ministerio de Economía y Finanzas.

Las funciones principales del GNA han sido las siguientes: dar el soporte local a las actividades del proyecto: por ejemplo, contestar la encuesta previa al diagnóstico, organizar las reuniones relativas a los diagnósticos, organizar las reuniones relativas a los planes de acción y al seguimiento de los mismos, organizar los eventos y la infraestructura de los talleres, cuando éstos tenían lugar en su país. Pero, más allá de estas cuestiones más de tipo

organizativo, se pensó en el GNA como el núcleo de funcionarios de cada país que pudiera asegurar un mínimo de continuidad para el proyecto.

Aunque el peso de la organización ha recaído sobre los bancos centrales, en algunos países fue notable la participación de los Departamentos de Crédito Público y/o de Tesorería Nacional de los Ministerios de Hacienda o Finanzas.

### **3. Organización del CTER**

Una vez el proyecto estuvo en marcha, en la reunión conjunta del Consejo Monetario Centroamericano y el Consejo de Ministros de Hacienda o de Finanzas del Istmo Centroamericano y de República Dominicana que tuvo lugar en Antigua, Guatemala, el 26 de julio de 2002, se creó el denominado Comité Técnico de Estándares Regionales (CTER), cuyas funciones se definieron en el punto de las resoluciones adoptadas en dicha reunión, de la siguiente manera:

*“Instruir al Comité de Mercado de Capitales del CMCA para que asuma el rol de Comité Técnico de Estándares Regionales, para lo cual se integrará además por funcionarios de alto nivel que tengan relación o afinidad directa en la materia, de los Ministerios de Hacienda o Finanzas y de otras instituciones gubernamentales especializadas de los países participantes, conforme sea necesario según los temas a ser tratados en cada oportunidad. Dicho Comité tendrá como objetivo único concretar y presentar para su aprobación los **Estándares Mínimos para Armonizar los Mercados de Deuda Pública Regional** indicados en el numeral anterior, así como la recomendación de las acciones complementarias que guiarán dicho proceso. La labor de ese Comité será coordinada por la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano.”*

### **4. Elaboración de Diagnósticos y Planes de Acción**

Para llevar a cabo los diagnósticos y los planes de acción de los mercados de cada uno de los países participantes del proyecto, se contrató a un consultor de gran experiencia en la región. Aunque inicialmente no estaba dentro de los términos de referencia, se consideró fundamental que el Asesor Principal trabajara estrechamente con dicho consultor para la realización de esta labor.

El producto de esta actividad se recoge en el correspondiente documento, en el que se presenta un plan de acción y unos diagnósticos, tomando como base los estándares, para cada uno de los países participantes en el proyecto. Dichos informes se realizaron tomando como base un número de visitas a los países, donde se mantuvo un conjunto de entrevistas con los actores más significados del sistema financiero del país: banco central, ministerio de hacienda y/o finanzas (crédito público y/o tesorería nacional), superintendencia de valores, superintendencia de bancos y con algunos representantes del sector privado, como son: asociación de bancos, bolsa de valores, principales intermediarios financieros, etc.

Un elemento que fue de gran ayuda a la hora de realizar el diagnóstico fue una encuesta que se distribuyó a cada uno de los países, para ser contestada antes de las correspondientes visitas. De este modo, mucha de la información relevante ya se tenía de antemano, con lo que se pudo sacar un gran partido de las reuniones mantenidas en los países.

En el **Anexo A.1** se puede encontrar la estructura de la encuesta realizada y en el correspondiente informe, se anexan las respuestas de los países a la misma.

## **5. Plan de seguimiento**

Una vez se tuvo definido, discutido y aceptado un plan de acción para cada uno de los países, se formuló un plan de seguimiento. Dicho plan consistió en un conjunto de visitas a cada país, donde se iba precisando los pasos concretos a tomar y se iba estudiando y sugiriendo alternativas, cuando los países se encontraban con dificultades para determinados aspectos de la implementación.

Estas visitas de seguimiento han supuesto una de las actividades más interesantes del proyecto. En total se ha visitado cada uno de los países un mínimo de cinco veces. A lo largo de las visitas los consultores principales tuvieron la oportunidad de familiarizarse en profundidad con los aspectos relevantes que posibilitaban o dificultaban la implantación de los planes de acción en cada uno de los países. De este modo, se pudo llegar a establecer una relación muy personalizada con el grupo coordinador de cada país, de tal modo que se logró brindar una asesoría detallada a cada uno de ellos.

## **6. Capacitación y Estándares**

Se llevaron a cabo ocho talleres de capacitación y como producto de los mismos, se obtuvo un conjunto de estándares regionales para guiar la organización de los mercados nacionales y regional. Todo lo referente a los talleres está explicado *in extenso* en el punto III.2 del presente informe.

## **7. Sistema de Información y del Sitio Web**

Las actividades relacionadas con el desarrollo del Sistema de Información y del Sitio Web han consistido en, fundamentalmente, el diseño de alto nivel, selección de firma de desarrollo, talleres de capacitación para el grupo informático de soporte en los países y definición de procedimientos de carga y actualización de la Web. Todo lo referente a este componente se encuentra explicado con profusión de detalles en la sección III.3 del presente informe.

## **8. Informes periódicos sobre marcha del proyecto**

Periódicamente los asesores principales realizaron una serie de exposiciones al pleno del Consejo Monetario. El objeto de dichas presentaciones era mantener a los presidentes de los bancos centrales integrantes del CMCA informados de la marcha y progreso del proyecto, así como recabar las opiniones y el feedback que los miembros del CMCA gustaran ofrecer sobre el mismo

## **9. Presentaciones al sector privado**

A lo largo del proyecto se llevaron a cabo una serie presentaciones a grupos del sector privado, para mantenerlos informados, en la medida en que pareció conveniente, sobre la evolución del mismo. Dichas presentaciones se ofrecieron a: BOLCEN, grupos de puestos y casas de bolsa, bolsas de valores y a grupos de bancos de algunos países.

## METODOLOGÍA DE TRABAJO: RESUMEN

<b>ACTIVIDAD</b>	<b>OBJETIVOS</b>
<b>Creación de la Unidad Técnica del Programa (UTP)</b>	Organización y dirección técnica y administrativa del Programa.
<b>Creación del Grupo Nacional de Apoyo en cada país (GNA)</b>	Asegurar la coordinación de actividades en el país.
<b>Creación del Comité Técnico de Estándares Regionales (CTER)</b>	Asegurar el seguimiento y la continuidad de los Estándares y de los Planes de Acción.
<b>Diagnósticos</b>	Base para definir los planes de acción para cada uno de los países.
<b>Planes de Acción</b>	Guía para que los países pudieran implementar los estándares.
<b>Encuesta</b>	Recabar información cuantitativa, para llevar a cabo los diagnósticos.
<b>Visitas Diagnóstico</b>	Recabar información cualitativa, para llevar a cabo los diagnósticos y para contrastar que el diagnóstico emitido era correcto.
<b>Visitas Planes de Acción</b>	Recabar información, para formular los planes de acción.
<b>Visitas Seguimiento Planes de Acción</b>	Asistir a los países en la implementación de los planes de acción.
<b>Talleres de Capacitación</b>	Capacitación. Formulación de los Estándares Regionales.
<b>Desarrollo del Sistema de Información y del Sitio Web</b>	Garantizar el flujo de la información.
<b>Presentaciones al CMCA</b>	Informar al Consejo y recibir “feedback”
<b>Presentaciones para el sector privado</b>	Informar y recibir “feedback”.

### **III. OBJETIVOS GENERALES Y COMPONENTES DEL PROYECTO**

Al objetivo principal del proyecto, de promover la armonización de las características de los mercados de deuda pública de la región, se le pueden agregar los siguientes objetivos generales:

- a) Instrumentación eficiente de la Política monetaria y de los objetivos adicionales de los bancos centrales.
- b) Optimización en la Gestión del Pasivo Estatal: Disminución del coste de financiación del déficit público, introduciendo una componente de control de los riesgos y clarificación de la implementación de la política monetaria, abordando el problema del déficit-deuda cuasi fiscal.
- c) Vertebración y desarrollo de los mercados de deuda pública (incluyendo al gobierno y al banco central) de los países de la región.
- d) Desarrollo y fortalecimiento de la dimensión regional de los mercados.
- e) Explotar al máximo las sinergias para el desarrollo de los mercados de capitales.

Es importante destacar que entre los objetivos del proyecto no se incluye abordar el problema del origen y de la generación del déficit y del endeudamiento fiscal. Eso, para los efectos del proyecto, es un dato. El esfuerzo del proyecto se encaminó a seguir la línea de optimización de la gestión de la deuda, tomando como una variable exógena la trayectoria del endeudamiento.

Para alcanzar los objetivos señalados, el proyecto se descompuso en el siguiente conjunto de actividades:

- Definición del conjunto de Estándares Regionales, Diagnósticos y Planes de Acción.
- Talleres de Capacitación.
- Desarrollo de un Sistema de Información y un Sitio Web.

A continuación se examinan cada uno de ellos individualmente.

#### **III.1 DEFINICIÓN DE DEL CONJUNTO DE ESTÁNDARES REGIONALES, DIAGNÓSTICOS Y PLANES DE ACCIÓN**

##### **III.1.1.- Estándares Regionales**

La estrategia general que subyace al proyecto se basa en desarrollar un conjunto de mercados nacionales mayoristas de deuda pública y de su posterior integración en un mercado regional. La implementación de dicha estrategia requiere cumplir con varias condiciones básicas y seguir un conjunto de estándares, cuyo detalle está contenido en el Informe de la Consultora Catiana García, el cual también incluye dos matrices comparativas con los diagnósticos y Planes de Acción, las acciones que corresponden a la Primera Fase y los indicadores para dar seguimiento a los Planes de Acción.

Las condiciones básicas se refieren a:

- A. El liderazgo que debe adoptar el Gobierno en la construcción del mercado mayorista nacional, con fundamento en los estándares regionales, para que los mismos se conviertan en el principal criterio para guiar la toma de decisiones sobre mercado de deuda pública.**

Es muy importante que los gobiernos y los bancos centrales entiendan y asuman que sin su liderazgo, difícilmente los mercados evolucionarán en la dirección que se ha planteado en el presente proyecto. Esta afirmación, además de deducirse de la misma esencia del problema, se ha visto refrendada en gran cantidad de ocasiones por la experiencia histórica de países de todo tipo.

- B. La organización de los Comités de Coordinación con representantes de alto nivel de los bancos centrales, ministerios de hacienda o finanzas y de los entes supervisores del mercado de valores: Comité Técnico y Comité de Dirección, con reuniones periódicas (semanales o quincenales).**

Si no se produce un flujo de información hacia las instancias superiores, hasta llegar al nivel de los jerarcas que toman las decisiones, será muy difícil que este proyecto pueda tener expectativa alguna de éxito. Incluso podemos decir que, actualmente, se está viendo que en algunos países se están tomando medidas de financiación que contradicen los aspectos más básicos de las prescripciones del presente proyecto.

- C. La adopción de los Diagnósticos y los Planes de Acción como guía del proceso de transformación, asignándoles suficientes recursos para su instrumentación.**

Este punto está estrechamente relacionado con el anterior debido a que la asignación de recursos para la implementación del proyecto de transformación solo será posible en la medida en que los administradores de los recursos de cada país reconozcan la importancia de dicho proceso de transformación.

- D. La participación activa de todas las instituciones involucradas en las Reuniones del Comité Técnico Estándares Regionales (CTER)**

Este punto es de vital importancia, ya que, como se ha dicho en múltiples ocasiones, el máximo partido de las reformas propuestas se obtiene si todos los países las implementan de una forma armónica y conjunta (aunque se puede aceptar una cierta disparidad en el aspecto de los plazos de implementación). La participación en el CTER es clave para garantizar que los países no se desviaran de las estrategias prescritas y seguirán los estándares comunes, adoptados por el resto de los países de la Región.

- E. La necesidad de constituir enlaces eficaces de los Comités Interinstitucionales con contrapartes del Sector Público-Sector Privado, a efecto de armonizar criterios y políticas y facilitar la instrumentación de los estándares regionales.**

Tal como hemos establecido al principio, este proyecto de transformación debe ser liderado por el sector público. Sin embargo, es de la más alta importancia que dicho liderazgo se ejerza de manera que el sector público y privado mantengan sus intereses estratégicos alienados en la mayor medida posible.

Por su parte, el conjunto de estándares regionales ha sido, en la práctica, resultado de los talleres realizados en el segundo componente y a los que se hará referencia más adelante. Los estándares están agrupados en las siguientes grandes áreas:

## **1. Organización del Mercado Primario: procedimientos y políticas de estandarización.**

La estandarización de los instrumentos de financiación pública es la condición *sine qua non* para iniciar las reformas que se plantean en el presente proyecto. Para llevar a cabo dicha estandarización, lo más recomendable es utilizar los estándares internacionales: no hay ninguna para no hacerlo así y hay una razón fundamental para sí hacerlo de este modo: se trata de buscar la conectividad con el resto del mundo, para facilitar así que el capital extranjero invierta directamente en la Región. Además de estandarizar, hay que adoptar otras medidas igualmente importantes. Se trata de colocar los títulos por medio de subastas competitivas (esto ya es práctica habitual en la mayoría de los países de la Región). Los programas de colocación deben ser regulares y preanunciados, con el objetivo de eliminar incertidumbres a los compradores potenciales y el acceso a las subastas debe estar abierto a intermediarios suficientemente capitalizados, es decir, se trata de permitir el acceso a aquellos que tienen suficiente poder de compra.

## **2. Gestión Integral del Pasivo (y Activo) Estatal.**

La ausencia de una política de gestión integrada del pasivo estatal (GIPE) que tenga en cuenta los riesgos y los costes que los países están asumiendo en la actual situación determina que la política pública no tome la iniciativa para la reforma de los mercados de deuda pública en la dirección de transformar los mercados domésticos en mercados desarrollados, con lo cual la implementación de la financiación pública no puede hacerse de manera distinta a la que actualmente se está haciendo. Hasta que la reforma no tenga lugar, los gobiernos y los bancos centrales continuarán restringidos en su capacidad de maniobra y obligados a mantener las actuales políticas de financiación. Y la reforma probablemente no tendrá un respaldo decidido de los Gobiernos, hasta que los mismos no alcancen a comprender el amplio conjunto de beneficios que esto le va a reportar al sistema financiero y, por ende, a la economía de los países y de la región.

## **3. Organización de Mercados de Liquidez y Política Monetaria.**

Para que los bancos centrales puedan implementar su política monetaria en óptimas condiciones, es clave que el mercado subyacente de liquidez interbancaria funcione adecuadamente. Para conseguir tal fin, los estándares proponen una serie de medidas: que sean los bancos las contrapartes principales en las operaciones de política monetaria (aquí no confundirse con las operaciones de refinanciación del déficit cuasifiscal (DCF); garantizar la conectividad plena entre los mercados de liquidez del sistema, en particular, entre el interbancario y el bursátil; definir el procedimiento de computo del encaje de tal modo que entorpezca lo mínimo posible la gestión de la liquidez.

## **4. Organización de Mercados Secundarios Mayoristas Nacionales.**

Una de las premisas básicas de la organización del mercado secundario de la Deuda Pública, consiste en establecer una clara distinción conceptual entre el segmento mayorista y el segmento minorista o de "retail" del mercado. El segmento mayorista constituye un ámbito de mercado, donde los grandes intermediarios financieros (bancos, fondos y los puestos de bolsa que estén suficientemente capitalizados) intercambian títulos para reajustar los inventarios de sus carteras propias, o por cuenta de clientes grandes y de fondos de inversión. El segmento de "retail" es aquel en que los pequeños inversores compran y venden Deuda Pública entre sí, normalmente a través de intermediarios bursátiles. La

experiencia de la mayoría de los países indica que el segmento minorista de la Deuda Pública es cada vez menos importante en cuanto a las operaciones de secundario. La razón consiste en que, en la actualidad, los pequeños ahorradores tienden a invertir en renta fija a través de fondos de inversión o carteras de inversión manejadas por administradores especializados. En estos momentos, lo realmente importante para cada uno de los países y para la Región es construir adecuadamente el conjunto de mercados mayoristas para la Deuda Pública a que hemos hecho referencia. La distribución al pequeño inversor se conseguirá de manera “natural” a través de los canales de los intermediarios mayoristas. Otra cuestión importante consiste en determinar hasta qué punto las estructuras bursátiles clásicas pueden ofrecer el marco adecuado para el desarrollo del mercado mayorista. La respuesta a esta pregunta es relativamente simple: Si las Bolsas de Valores son capaces de adecuar sus infraestructuras de negociación para tal fin, entonces, pueden servir de soporte para la misma. En caso contrario, se generará un mercado extrabursátil, de carácter OTC, en donde los mayoristas realizarán sus transacciones.

##### **5. Infraestructura: Compensación y Liquidación de Valores y Sistemas de Pagos.**

La infraestructura de registro y liquidación de operaciones es el elemento menos visible de un mercado de valores pero resulta imprescindible para su desarrollo. Se trata de uno de los principales pilares de la seguridad y eficiencia de un mercado de valores, ya que es lo que en última instancia respalda la circulación de los valores y los cambios de propiedad asociados a ella. En los estándares se establecen los siguientes principios en esta área: **Seguridad registral** incluye tanto las titularidades de los valores como las operaciones que respaldan dicha propiedad. **Seguridad financiera** o mecanismos de gestión del riesgo: además de la seguridad de los procesos y de los registros es imprescindible que las entidades responsables de las diferentes funciones del sistema de custodia y liquidación de valores tengan un respaldo financiero adecuado. El esquema debe incluir la adecuada capitalización de la entidad responsable de llevar a cabo el registro central y de las entidades responsables de la liquidación de las operaciones. **Neutralidad**: la infraestructura de liquidación no debe ser utilizada como un instrumento de competencia que favorezca a un grupo determinado del sector financiero. Este aspecto afecta a la organización institucional, las reglas de funcionamiento y el diseño del sistema. Para mantener un sistema equitativo a los potenciales usuarios deben existir normas y un diseño que garanticen el acceso al servicio y la rendición de cuentas de los órganos de gobierno de la entidad frente a sus usuarios. **Eficiencia**: la eficiencia está muy relacionada con el punto anterior, ya que el sistema debe ser ágil para todos los usuarios aunque tengan necesidades muy diferentes. El ejemplo más claro es el de usuarios de tipo mayorista que requieren una liquidación de tipo bilateral, mientras que los usuarios más pequeños requieren una liquidación multilateral. **Conectividad**: adicionalmente, es imprescindible que el sistema tenga la capacidad de conectarse con los sistemas de liquidación internacionales eficientemente.

##### **6. Convenciones de cálculo de la Deuda Pública.**

Las convenciones de cálculo de las tasas de interés son el elemento más inocuo, pero, a la vez, el que puede llevar a mayor confusión a los inversores que desconocen la práctica local. En la actualidad, no hay dos países de la Región en donde las tasas de interés se calculen de una manera equivalente. El estándar propuesto es muy simple: utilizar las convenciones internacionales para calcular las tasas de interés. Esto tiene como

consecuencia que, de una vez, se homogeneizan todos los países de la Región entre sí y, más importante aún, se homogeneizan con el resto del mundo.

## **7. Regulación de la Inversión Colectiva y de los Mercados Secundarios de Deuda Pública.**

Las mencionadas regulaciones tiene que conformarse a los siguientes parámetros básicos: **i.-** Impulsar la adopción de la figura del fondo de inversión para todas aquellas actividades o figuras jurídicas de administración de fondos de terceros de forma discrecional y mancomunada; **ii.-** Establecer una organización de los fondos de inversión que permita minimizar eventuales conflictos de interés en su gestión o en la toma de decisiones de inversión; **iii.-** Establecer un marco regulatorio y de supervisión que permita tipificar y sancionar conductas relacionadas con el conflicto de interés; **iv.-** Establecer un marco amplio de transparencia entre el fondo y sus inversionistas de forma que se garantice un conocimiento adecuado de las condiciones de inversión y la equidad entre todos los inversionistas de cada fondo; **v.-** Establecer requerimientos de capital mínimo y patrimoniales para los participantes de los mercados secundarios de deuda pública en función de los riesgos asumidos; **vi.-** Establecer normas de autorización y mecanismos de supervisión de los sistemas de negociación electrónicos; **vii.-** Establecer un marco jurídico y de supervisión que permita tipificar y sancionar conductas relacionadas con manipulación de precios en el Mercado.

## **8. Desarrollo del Mercado Mayorista Regional de Deuda Pública.**

La principal idea estratégica que subyace al modelo de mercado de deuda que queremos desarrollar consiste en la construcción de un conjunto de mercados de deuda, ubicados físicamente en cada país, pero fácilmente accesibles para los flujos de capital internos, regionales e internacionales. Este es el concepto de Mercado Mayorista Integrado Nacional, que ha sido objeto de otro conjunto de estándares. Lo más importante consecuencia de este planteamiento es que este conjunto de mercados nacionales se integrará de manera natural para dar lugar al Mercado Mayorista Integrado Regional. Aunque para que esta integración llegue a buen fin es necesario que los países se comprometan a tomar determinadas medidas (y a eliminar otras) que remueven los obstáculos regulatorio-administrativos a la construcción de un espacio financiero Regional integrado.

En el **Anexo A.2** se encuentra una relación completa de los estándares.

Se pretende que esos estándares sean adoptados mediante resolución en una próxima Reunión Conjunta del Consejo Monetario Centroamericano con el Consejo Centroamericano de Ministros de Hacienda o Finanzas, a efecto de que sirva de guía para el proceso de armonización de los mercados de deuda pública de la región. Lo anterior conforme al mandato de la Resolución CMCA/CMH-RE-01/07/02 de esa Reunión Conjunta, efectuada en Antigua Guatemala, el 26 de julio de 2002, cuando solicitó al Comité Técnico de Estándares Regionales (CTER) revisar y proponer para su aprobación, los “Estándares Mínimos para Armonizar los Mercados de Deuda Pública de la región”. En el **Anexo A.3** se incluye el texto de dicha resolución.

### **III.1.2.- Diagnósticos y Planes de Acción**

El proceso de realización de los diagnósticos y planes de acción empezó con una encuesta realizada en cada uno de los países. Dichas encuestas fueron diligentemente contestadas por cada uno de los países participantes, con la excepción de la República Dominicana.

A continuación, una vez superada la problemática relativa a la contratación del consultor, se llevó a cabo una serie de visitas a cada uno de los países, con la excepción de la República Dominicana, donde se mantuvo una serie de entrevistas con los principales protagonistas de los mercados financieros: Banco Central, Ministerio de Finanzas y Hacienda, Crédito Público, Tesorería, Comisión o Superintendencia de Valores y Bancaria, Bolsas, Centrales de Valores y sus miembros, Banca privada y pública, etc.. En el **Anexo A.4** se presenta una relación de las personas entrevistadas en el transcurso de las múltiples visitas a los países de la Región.

Con la información así obtenida, se elaboró un diagnóstico para cada uno de los países participantes en el programa. Es muy importante destacar que los diagnósticos se realizaron teniendo como punto de referencia o “benchmark” los mismos estándares desarrollados por el proyecto.

Para asegurar la exactitud y la veracidad de los diagnósticos, se procedió a una segunda ronda de visitas a los países, con el objetivo de presentar los diagnósticos y contrastar con el grupo nacional de apoyo la fidelidad de las apreciaciones recogidas en los mismos.

A continuación, presentamos un resumen general de los diagnósticos realizados en cada uno de los países.

#### **1. La gestión del endeudamiento se ha venido realizando de una manera que podríamos calificar de reactiva, oportunista y multicéfala.**

- a) **Reactiva o calzada.** Tiene el sentido de que la parte doméstica de la financiación del pasivo se ha venido realizando tratando de calzar vencimientos con refinanciación, utilizando, para este fin instrumentos y una política de colocación totalmente ad-hoc.

La consecuencia más importante ha sido la generación de un conjunto de instrumentos totalmente desestandarizados, políticas de colocación erráticas e imprevisibles en cuanto a los montos colocados y en cuanto a su periodicidad. Estas características del mercado primario dificultan sobremanera el desarrollo de un mercado secundario líquido.

Excepto Costa Rica (hasta ahora) y Panamá, los demás países han sido fieles seguidores de esta política de gestión del pasivo. Incluso El Salvador manifestó que el departamento de programación financiera se oponía a la estandarización de los títulos debido a que les obligaría a apartarse de una política de calce cuasi perfecto que en la actualidad estaban manejando con mucha precisión. Aunque, también es cierto que, después de haber mantenido una serie de discusiones a fondo sobre el respecto, Guatemala, Honduras y Nicaragua han manifestado que están dispuestos a abandonar el calce en aras de la estandarización. El único país que aún parece reluctante a hacerlo, tal como acabamos de señalar es El Salvador.

- b) **Oportunista** porque la parte externa de la financiación se ha llevado a cabo mediante emisiones de bonos globales, siguiendo dos criterios: premura presupuestaria y oportunidad de mercado, este último siendo un concepto que utilizan los bancos de inversión como arma comercial.

La consecuencia más importante ha sido un gran desorden en la estructura del pasivo, un excesivo riesgo de tasa de cambio. Adicionalmente los países han incurrido en costes mucho mayores de lo que pensaban, ya que los bancos de inversión les han aplicado comisiones implícitas que han promediado los 200 puntos básicos y que han llegado a los 1000 puntos básicos en algún caso de la región. Es preocupante que algunos emisores, por conveniencia coyuntural o por ingenuidad, se hayan creído la falacia de los bancos de inversión, de que cuanto más suba el precio inmediatamente después de la colocación de los eurobonos, más exitosa fue la misma. En igual dirección puede interpretarse la satisfacción que manifiestan algunas autoridades de que la colocación recibió tal aceptación (éxito), que la demanda por la misma fue muy superior al monto colocado (si la tasa hubiera sido más baja, habría habido menos demanda. Esto es una prueba más de que las emisiones globales se colocan a tasas excesivamente altas).

En esta tabla se recoge las emisiones de globales de los países de la región:

<b>PAÍS</b>	<b>SALDO GLOBAL (USD millones)</b>
<b>COSTA RICA</b>	<b>1,700</b>
<b>EL SALVADOR</b>	<b>2,200</b>
<b>GUATEMALA</b>	<b>1,200</b>
<b>HONDURAS</b>	<b>HIPC</b>
<b>NICARAGUA</b>	<b>HIPC</b>
<b>PANAMÁ</b>	<b>5,000</b>
<b>REPÚBLICA DOMINICANA</b>	<b>1,100</b>

Una vez dicho esto, hay que reconocer que la emisión de deuda externa, en el corto plazo, puede parecer y, en algunos casos, resultar menos costosa que emisiones equivalentes en los mercados domésticos, siempre que no se internalicen los costes mencionados más arriba. 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 aparentes 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. Sin embargo, 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.

A pesar de lo expuesto aquí, de lo explicado en los talleres, de lo que aparece en los planes de acción y de lo discutido en la mayoría de las reuniones que hemos tenido con los países a todos los niveles, los únicos que no emiten en el mercado global son Nicaragua y Honduras. Y no lo hacen porque no pueden, ya que están bajo el programa HIPC. En resumen, hay algo en nuestro argumento que no llega suficientemente a los centros de decisión, para hacerles reconsiderar su actitud. Por ejemplo, el gobierno de Costa Rica, país que está empezando a sentir los efectos derivados del endeudamiento en dólares del sector privado y las familias y que dispone del mercado de colones más líquido y desarrollado de la región, ha decidido que en los próximos cuatro meses va a dejar de colocar en el mercado doméstico y que va a utilizar el USD como moneda de endeudamiento. Eso, después de que las agencias calificadoras lanzaran una seria advertencia al país sobre un posible "downgrade".

- c) **Multicéfala.** En la mayoría de los países existen al menos tres organismos con capacidad de colocar papel en el mercado y/o decidir sobre cuestiones de financiación: La Tesorería, el Crédito Público y el Banco Central. Los niveles de coordinación son muy variados entre los países. Solo tenemos constancia de un caso en los que se haya concentrado todo el poder de decisión en un solo organismo: éste es el caso del Crédito Público de Panamá. En Costa Rica hay Tesorería y Banco Central; en El Salvador, Nicaragua y Honduras se tiene Tesorería, Banco Central y Crédito Público; en Guatemala la Tesorería depende de Crédito Público, pero existe el Banco Central.

En resumen, se puede decir que, exceptuando Panamá, en ningún país existe una estructura administrativa de la deuda que permita manejar el pasivo de una manera eficiente. La estructura legal es en algunos casos difusa, tanto con respecto al sistema institucional para la administración de la deuda (división de la responsabilidad), como con el nivel de flexibilidad que ofrece con respecto a la administración del portafolio de la deuda.

Adicionalmente, los responsables del manejo del pasivo no están, en general, suficientemente cualificados para hacerlo.

- d) **Comentarios adicionales:** Una observación que, en mayor o menor medida, podemos extender a todos los países de la zona, es la siguiente:

En términos generales, podemos decir que en ninguno de los países no hemos podido establecer la existencia de un conjunto explícito de objetivos para el manejo del pasivo estatal. Lo que facilita que, en algunos casos, los intereses políticos de corto plazo de los respectivos gobiernos tengan una notable influencia en el manejo del endeudamiento de los estados.

Aún cuando se ha hecho algún progreso en algunas áreas, un plan comprehensivo para desarrollar la capacidad de administración de la deuda es todavía requerido en algunos países

**2. La gestión de la deuda cuasifiscal (DCF) enturbia las señales de política monetaria e incrementa innecesariamente el coste de la financiación del pasivo del Estado.**

La deuda cuasi fiscal se origina como resultado de rescates de bancos fallidos, de la monetización del déficit público, de la generación artificial de reservas y de la implementación de políticas monetarias y cambiarias fuera de mercado.

Como consecuencia, (en promedio aproximado) un 70% del pasivo de los Bancos Centrales de la región está dedicado a financiar y refinanciar una (creciente) deuda cuasi fiscal.

El problema está en que la refinanciación de la parte del pasivo que corresponde a DCF y la que corresponde a política monetaria “estricto sensu” se hace con los mismos instrumentos, normalmente papel a corto plazo. En consecuencia, es imposible separar los actos de política monetaria de los actos de refinanciación. De este modo, tensionamientos de las tasas a corto, derivados de política monetaria, impactan en el “repricing” de la deuda, aumentando el coste de la misma.

La cuestión es que este problema tiene una solución muy evidente y relativamente simple de implementar: se trata de financiar el DCF y la política monetaria con instrumentos diferentes. En particular, los instrumentos de financiación del DCF deberían ser a más largo plazo, coordinando con la política del gobierno y lo más fungibles posible con instrumentos emitidos por el gobierno a plazos similares.

De este modo el control de las tasas de interés a corto plazo debería repercutir en un abaratamiento de las tasas a medio-largo plazo, con lo que se abarataría el costo de financiación de la DCF.

El tamaño del DCF es importante en todos los países. En el siguiente cuadro se expone el nivel de la deuda estructural de los bancos centrales de la región. Las cifras son aproximadas, ya que no se puede separar con absoluta precisión lo que es DCF de lo que es deuda derivada de las OMAs:

<b>PAÍS</b>	<b>DCF (USD millones)</b>	<b>INSTRUMENTO</b>	<b>% s/DEUDA NEGOCIABLE</b>
<b>COSTA RICA</b>	<b>700</b>	<b>Bonos BCCR</b>	<b>10%</b>
<b>EL SALVADOR</b>	<b>500</b>	<b>CENELI</b>	<b>10%</b>
<b>GUATEMALA</b>	<b>1,800</b>	<b>CDP</b>	<b>40%</b>
<b>HONDURAS</b>	<b>750</b>	<b>CAM-CADD</b>	<b>79%</b>
<b>NICARAGUA</b>	<b>500</b>	<b>CENI</b>	<b>40%</b>
<b>PANAMÁ</b>	<b>No hay Banco Central</b>		
<b>REPÚBLICA DOMINICANA</b>	<b>No disponible</b>		

Ningún país de la región ha hecho público un plan para solucionar el problema del DCF. El único país, donde se ha hecho algo al respecto es Guatemala (ver más abajo). Pero aún le queda toda la planificación de la implementación práctica.

### **3. La paradoja de los 100 puntos básicos.**

El título de este epígrafe quiere reflejar una situación que se ha venido dando de manera recurrente en los países donde se ha emitido en el euromercado. La situación se puede ejemplificar como sigue:

- el Gobierno reúne a los intermediarios financieros de los países y les propone colocar domésticamente USD 250 mill. a 10 años, tasa fija.
- los inversores domésticos demandan un 11%
- el Gobierno puede emitir en el euromercado al 10%
- el 80% de la emisión es comprado por inversores domésticos al 9%

Como se observa, hay una gran pérdida de eficiencia en todo este proceso, especialmente, si adicionamos los costes incurridos en las operaciones de "underwriting" del euromercado. Debería estudiarse con mucho detenimiento y detalle cuáles son las razones que han llevado a los países a esta situación.

En un primer análisis, podemos destacar los siguientes elementos:

- Es parte de la ideología prevaleciente en muchos emisores públicos que las emisiones en el euromercado, a pesar de que tengan que pagar un poco más, les abre una puerta para atraer capital foráneo. Sin embargo, este argumento, no tiene en cuenta que es justamente esa puerta la primera que se les va a cerrar en caso de auténtica necesidad, precisamente cuando se enfrentan dificultades de liquidez internacional por las razones que sean. En cambio, el mercado interno bien administrado, siempre estará allí.
- El segundo elemento a tener en cuenta en las emisiones del euromercado es que el monto mínimo es de USD 250 millones. Esto implica que se juegan a una carta el coste de una emisión que, si la hicieran domésticamente, podría trocearse en cinco tramos de 50 millones cada uno, minimizando de esta manera el riesgo en que se incurre.
- Finalmente, sin embargo, queda por identificar el mismo origen de la paradoja señalada. Nuestro parecer es que ésta tiene el origen en la misma falta de decisión de los gobiernos por desarrollar los mercados domésticos. Pero, si consideramos que 100 puntos básicos en una emisión de USD250 millones tiene un coste de USD17 millones, quizás valga la pena dedicar algunos recursos a mejorar la situación de los mercados domésticos.

Los dos países de la región donde este notable fenómeno ha ocurrido y está ocurriendo de forma más intensa en Costa Rica y en El Salvador, hasta el punto en que el BCRES computa en sus estadísticas como deuda interna la deuda comprada por salvadoreños en el euromercado. De los demás países que emiten no tenemos datos que permitan soportar estas afirmaciones. Sin embargo, creemos que si dispusiéramos de dichos datos se confirmaría la hipótesis de que la paradoja de los 100 puntos básicos algo muy extendido

en América Central, exceptuando, lógicamente, los países que están bajo el programa HIPC (Iniciativa de reducción de deuda del FMI para países pobres altamente endeudados).

#### **4. Los mercados domésticos secundarios adolecen de importantes problemas de funcionamiento y liquidez.**

Exceptuando el caso de Costa Rica y Panamá y, en menor medida, El Salvador, la negociación secundaria en las bolsas se limita a operaciones de reporto sobre títulos de deuda pública. Pero esto no debe confundirse con liquidez secundaria ya que, en realidad, las operaciones de reporto no implican una negociación del título subyacente, sino solamente el uso de dicho como colateral a una operación de préstamo.

Uno de los mensajes más importantes que se desprende de los estándares es que 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. 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.

En la región, sólo Costa Rica y Panamá, para el corto y medio plazo, han iniciado una política de estandarización de la deuda pública doméstica. En el resto de los países, las emisiones no se han realizado en absoluto con el propósito de permitir el desarrollo del mercado secundario.

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.

Otro problema que dificulta el desarrollo de los mercados es que las emisiones son irregulares, en cuanto a tiempos y montos. La regularidad de las emisiones debe entenderse como una presencia continuada en el mercado por parte del emisor. La falta de regularidad en las colocaciones crea incertidumbre en el mercado y, en consecuencia, los intermediarios redefinen sus estrategias de inversión para no depender de las emisiones del Gobierno.

#### **5. Debilidades en algunas Infraestructuras (Compensación, Liquidación, Pagos, Central de Depósito y Custodia de Valores.)**

La infraestructura de registro y liquidación de operaciones es el elemento menos visible de un mercado de valores pero resulta imprescindible para su desarrollo y para su competitividad frente a otros mercados. Se trata de uno de los principales pilares de la

seguridad y eficiencia de un mercado de valores, ya que es lo que en última instancia respalda la circulación de los valores y los cambios de propiedad asociados a ella.

Desde finales de los años 80 se han elaborado normas internacionales sobre las características que deben tener el funcionamiento de los mercados de valores, y en particular su infraestructura. Sin embargo, es importante que las peculiaridades del mercado local sean tomadas en cuenta en el diseño y organización institucional de sus sistemas de liquidación, ya que ignorarlos puede conducir a que la infraestructura no sea utilizada, o que el mercado no se desarrolle en el modo esperado. Aceptado este punto de partida, se pueden establecer cuatro principios básicos que deben incluirse en la estrategia de desarrollo de un sistema de registro de valores y de liquidación:

- a) **Seguridad registral:** incluye tanto las titularidades de los valores como las operaciones que respaldan dicha propiedad. Esta seguridad debe cumplirse en varios niveles que requieren diferente tipo de "expertise":
  - seguridad funcional (diseño de procesos)
  - respaldo jurídico de los registros y de los diferentes flujos de efectivo y de valores que los afectan
  - seguridad de software
  - seguridad física (hardware e instalaciones)
- b) **Seguridad financiera o mecanismos de gestión del riesgo:** además de la seguridad de los procesos y de los registros es imprescindible que las entidades responsables de las diferentes funciones del sistema de custodia y liquidación de valores tengan un respaldo financiero adecuado. Esto se logra a través de un esquema, que puede ser diferente en un mismo país según el tipo de mercado, y que puede variar según las circunstancias jurídicas de cada país. El esquema debe incluir la adecuada capitalización de la entidad responsable de llevar a cabo el registro central y de las entidades responsables de la liquidación de las operaciones. Este esquema debe estar respaldado, según el tipo de mercado, por mecanismo de provisión de liquidez que pueden proceder de un fondo de garantía o de procedimientos bilaterales de provisión de efectivo o de valores en caso de problemas.
- c) **Neutralidad:** la infraestructura de liquidación no debe ser utilizada como un instrumento de competencia que favorezca a un grupo determinado del sector financiero. Este aspecto afecta a la organización institucional, las reglas de funcionamiento y el diseño del sistema. Para mantener un sistema equitativo a los potenciales usuarios deben existir normas y un diseño que garanticen el acceso al servicio y la rendición de cuentas de los órganos de gobierno de la entidad frente a sus usuarios.
- d) **Eficiencia:** la eficiencia está muy relacionada con el punto anterior, ya que el sistema debe ser ágil para todos los usuarios aunque tengan necesidades muy diferentes. El ejemplo más claro es el de usuarios de tipo mayorista que requieren una liquidación de tipo bilateral, mientras que los usuarios más pequeños requieren una liquidación multilateral. Adicionalmente, es

imprescindible que el sistema tenga la capacidad de conectarse con los sistemas de liquidación internacionales eficientemente.

Los actuales sistemas de compensación y liquidación de valores existentes en la Región son escasamente 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).

Los sistemas actuales son apenas 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 encuentra el carácter de bien público de estas infraestructuras y/o la existencia de grandes rendimientos a escala en su operación que puede llevar a la generación de monopolios naturales.

## **6. Obstáculos para la regionalización de los mercados financieros**

Hay una serie de normas que impiden o dificultan la negociación y la tenencia de títulos de deuda pública del resto de los países de la región. Aunque las limitaciones no son exactamente las mismas en todos los países, podemos identificar los siguientes grupos genéricos:

- a) **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.
- b) **Impedimentos de tipo administrativo para invertir en títulos extranjeros:** prohibición de negociar en bolsa títulos de deuda pública de la región; prohibición a las entidades financieras de tener en sus carteras títulos de Gobiernos y Bancos Centrales extranjeros, 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. Aun reconociendo que es lógico que existan normas de tipo prudencial que limiten la inversión en títulos extranjeros, 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.

## 7. Conclusión

La ausencia de una política de gestión integrada del pasivo estatal (GIPE) que tenga en cuenta los riesgos y los costes que los países están asumiendo en la actual situación determina que la política pública no tome la iniciativa para la reforma de los mercados de deuda pública en la dirección de transformar los mercados domésticos en mercados desarrollados, con lo cual la implementación de la financiación pública no puede hacerse de manera distinta a la que actualmente se está haciendo.

Hasta que la reforma no tenga lugar, los gobiernos y los bancos centrales continuarán restringidos en su capacidad de maniobra y obligados a mantener las actuales políticas de financiación. Y la reforma probablemente no tendrá un respaldo decidido de los Gobiernos, hasta que los mismos no alcancen a comprender el amplio conjunto de beneficios que esto le va a reportar al sistema financiero y, por ende, a la economía de los países y de la región.

Un elemento muy importante para valorar correctamente los beneficios del desarrollo del mercado doméstico consiste en evaluar correcta y completamente los costes y los riesgos derivados de las alternativas de financiación en el mercado externo. Si esa evaluación no se hace apropiadamente, es posible que los países no quieran invertir recurso de tiempo y dinero para el desarrollo del mercado doméstico.

Todo esto genera la siguiente problemática:

- a) **Asunción indebida de riesgos y excesivo coste del financiamiento:** La lógica de este punto es muy clara: Si no existe un mercado doméstico suficientemente desarrollado y el análisis de los costes de las alternativas de financiación en el mercado externo se hace indebidamente, entonces la alternativa de financiación óptima es endeudarse internamente a corto plazo y endeudarse externamente a largo plazo. El resultado es que a cambio de muy poco ahorro de costes, se asume una gran cantidad de riesgos: tasa de cambio, refinanciación y contagio.
- b) **Pérdida de efectividad en la implementación de la política monetaria:** La no existencia del mercado doméstico implica, como acabamos de ver, que toda la financiación doméstica es a corto plazo. Por lo tanto, toda la refinanciación del pasivo del Banco Central debe hacerse a corto plazo. La consecuencia es que, entonces, no se puede distinguir operativamente hablando lo que constituye refinanciación de deuda estructural a largo plazo

con papel a corto, de lo que propiamente son operaciones de mercado abierto, para regular la masa monetaria.

- c) **Subdesarrollo de la industria financiera doméstica:** La no existencia del mercado doméstico implica, como acabamos de ver, que toda la financiación doméstica es a corto plazo. Con lo cual no se genera una curva de tasas de interés de referencia a mayores plazos. Sin esa curva de referencia es muy complicado emitir papel a plazos medianos y largos. En consecuencia los emisores recurren al crédito bancario y los intermediarios financieros se tienen que mantener de darle vueltas al mercado del reporto sobre títulos de deuda pública.
- d) **Falta de criterios claros para elaborar la regulación:** Si no existe un plan estratégico por parte del gobierno, los reguladores no tienen un benchmark de referencia donde anclar sus políticas normativas.

### **III.1.3.- Recomendaciones y bases para los Planes de Acción.**

En el documento correspondiente se desarrollan los planes de acción para cada uno de los países integrantes del proyecto de una manera absolutamente detallada. Independientemente de las medidas concretas que se prescriban para cada país en el mencionado documento, es fundamental tener en cuenta que, si los gobiernos de los países no tienen una motivación suficiente, las reformas no se acometerán o se ejecutarán de manera excesivamente lenta.

Para que los países puedan llegar a tener una motivación suficiente, deben adoptar una metodología de gestión integral de su pasivo (GIPE) que incorpore de manera explícita los riesgos y los costes de políticas de financiación alternativas. Del mismo modo, los bancos centrales deben resolver la problemática relativa la financiación del DCF.

En particular debería llevarse a cabo una cruzada contra razonamientos como: "es mejor financiarse a corto plazo, porque la financiación a largo plazo es siempre a tasas superiores, ya que la curva de tasas casi siempre presenta una pendiente vertical"; "la política de gestión de tesorería calzada es mucho mejor porque no desperdicia excedentes de tesorería"; "la financiación externa es mucho más barata que la interna y eso justifica el riesgo de asumido en concepto de posible devaluación de la moneda doméstica". Creemos que, en el marco del proyecto, hemos conseguido que los funcionarios que se han vinculado al mismo de una forma o de otra, hayan eliminado de su catecismo dichas expresiones y otras análogas. Ahora falta extender esta línea de pensamiento a las instancias superiores de los gobiernos, donde se toman las decisiones. Vista las últimas experiencias sobre política de financiación, creemos que, desafortunadamente, aún estamos lejos de conseguirlo.

Una vez los gobiernos hayan adoptado la mencionada metodología, será fácil para ellos reconocer que la implementación de la GIPE en el marco de unos mercados domésticos de deuda más modernos llevaría a una sustancial mejora en los ratios de coste y riesgo que se pueden alcanzar. En otras palabras, en el GIPE encontrarán un marco objetivo y razonablemente cuantificable para poder evaluar los beneficios que les reportaría disponer de unos mercados primarios y secundarios suficientemente desarrollados.

El siguiente paso es que el sector público debe entender que es él quien debe liderar, en coordinación estratégica con el sector privado, el proceso de transformación. El mercado de la deuda pública es el mercado del gobierno. Está claramente en el interés nacional que el mercado funcione, ya que de este modo el coste de la financiación será menor y el excedente será mayor para todos, especialmente para aquellos que están en el sector productivo y promueven el crecimiento económico de la nación.

La experiencia histórica demuestra sobradamente que el desarrollo de un mercado de deuda tiene lugar de una manera más rápida, más sólida y más líquida, si el sector público es quien lidera su desarrollo. Aquí deberíamos remarcar una vez más que muchos gobiernos pecan de ingenuos cuando dejan el diseño de sus mercados de deuda a aquellos que pueden tener más intereses partidistas al respecto.

Finalmente, se debe entender que el desarrollo de dicho mercado será mucho más efectivo y rápido, si se lleva a cabo incorporando una dimensión de coordinación regional. Desgraciadamente para el argumento, existe la concepción, tan equivocada como extendida, de que permitir que los inversores domésticos puedan invertir en el exterior contribuye a disminuir la base del ahorro total disponible para financiar el déficit público doméstico. Nada más lejos de la verdad, al menos en el caso de América Central. La razón es muy fácil: si se libera el flujo regional, se contribuye a crear el espacio regional financiero estandarizado y líquido, lo cual atraerá sin lugar a dudas a la inversión extranjera.

Como **Anexo A.5** se presenta una matriz comparativa con los Planes de Acción por país.

### **III.1.4.- Situación de los países**

Sin perjuicio de lo expuesto en documento de diagnóstico y planes de acción y de los comentarios anteriormente presentados sobre cada uno de los puntos que acabamos de desarrollar en esta sección en referencia a cada uno de los países de la Región, exceptuando la República Dominicana, porque no se ha podido realizar las visitas oportunas, antes de terminar esta sección III, ofreceremos una serie de comentarios sobre lo que, al parecer de este asesor, son los aspectos más importantes de cada uno de los países de la región y del impacto que este proyecto ha tenido en cada uno de ellos.

#### **1. Costa Rica**

Costa Rica ha sido el país pionero en la estandarización de sus instrumentos de financiación del pasivo, tanto del Gobierno como del Banco Central. Las reformas en esta dirección se empezaron a diseñar e implementar desde 1999 con la estandarización de los instrumentos de corto plazo TPO y la organización de las subastas conjuntas entre la Tesorería Nacional y el Banco Central. Con respecto a las infraestructuras, desde hace un par de años se viene desarrollando un sistema de anotación en cuenta (SAC). El SAC tiene todas las características de un muy moderno sistema, tanto en los aspectos funcionales, como en la tecnología utilizada para desarrollar sus infraestructuras funcionales y de comunicaciones. En este sentido el país ha recorrido un largo camino y ha alcanzado importantes metas. Aunque en este terreno aún le queda un cierto campo por cubrir. Quizás el aspecto más importante es dejar de emitir unos títulos denominados TUDES. Los TUDES, actualmente suponen el 40% del saldo vivo doméstico. Son unos títulos no estandarizados que el gobierno de Costa Rica coloca a las empresas públicas y a la Caja del Seguro Social. Dado

que no se escapa a nadie que este tipo de colocaciones constituyen, de hecho, una manera indirecta de succionar recursos de estas instituciones hacia el gobierno, el mismo objetivo podría conseguirse por medio de la colocación de emisiones de características estándar, aunque las tasas fueran concesionales para el gobierno.

A pesar de lo dicho, parece que, en los últimos tiempos, los jefes del gobierno y del BCCR están cambiando o modificando un tanto sus opiniones al respecto. Esto se manifiesta en el hecho de que están favoreciendo la financiación basándose en la colocación de deuda externa en detrimento del desarrollo del mercado doméstico. En particular, recientemente se ha tomado la decisión de suspender la colocación doméstica en colones por un periodo mínimo de cuatro meses. Esta medida se ha tomado, en el contexto de un país al que las agencias calificadoras han puesto a la República en una perspectiva negativa por el exceso de endeudamiento en dólares en la balanza consolidada.

Obviamente esta opción de refinanciación se habrá tomado con el objeto de contribuir a solucionar una serie de problemas de origen fiscal que perturban a la economía de Costa Rica. Pero, creemos que los que han adoptado tales decisiones también deben ser conscientes de los riesgos e inconvenientes que están asumiendo, es decir, del coste de oportunidad.

Otro tema de gran importancia al que se está prestando poca atención en Costa Rica es el asunto del déficit y la deuda cuasi fiscal. Aunque alguna vez se ha hablado del asunto, no se conocen planes oficialmente respaldados, mucho menos definitivos, para solucionar dicha problemática. Estamos seguros que esta dilación no es debida a un intento de esconder en el balance del banco central algo que claramente debe estar incluido en el rubro del endeudamiento del estado, para que las finanzas públicas del país gocen de la debida transparencia.

Finalmente, hay que destacar que en Costa Rica la Bolsa Nacional aún mantiene el monopolio sobre la mayor parte de la negociación secundaria de valores, incluida la deuda pública. Dicho monopolio está estipulado en la Ley del Mercado de Valores y, en consecuencia, puede tardar un tiempo largo en cambiarse. A parte del efecto distorsionado de incentivos que supone que el gobierno otorgue este tipo de prebendas a un grupo de agentes económicos, esta situación legal hace prácticamente imposible que se pueda desarrollar un mercado mayorista de deuda pública. A menos, según se recomienda en los estándares regionales.

## **2. El Salvador**

Hace relativamente poco tiempo, El Salvador tenía una gran cantidad de deuda interna. Una vez el país cambió su moneda y se dolarizó formalmente, se inició una audaz maniobra para refinanciar la deuda interna con emisiones de eurobonos. Las autoridades salvadoreñas están muy satisfechas sobre el éxito de esta operación. Sin embargo, si hubieran contado todos los costes en que se incurrió en la operación de refinanciación, es posible, que algunos aspectos de la misma hubieran sido replanteados y que la auto evaluación por parte de las autoridades no hubiera sido tan complaciente. Las emisiones realizadas por El Salvador tuvieron dos características: fueron ampliamente sobre-suscritas y el precio de los bonos experimentó una apreciación de 400 puntos básicos en precio (en promedio) en los primeros días siguientes a la colocación, esto equivale a 100 puntos en la tasa de interés.

Esto quiere decir (haciendo un análisis rápido y simple) que si consideramos que se hubiera podido ahorrar 50 puntos básicos de la sobre-suscripción y 100 de la subvaloración, el país se hubiera podido ahorrar 150 puntos básicos al año. Esto, sobre un facial de 2,000 millones, representa 30 millones al año, lo que supone 300 millones en el periodo de vida de los bonos de 10 años.

En cualquier caso, en la actualidad, el gobierno de El Salvador tiene la mayor parte de su deuda negociable colocada en forma de eurobonos (2,150 millones USD aproximadamente). Por su parte, el Banco Central de Reserva tiene unos 500 millones, financiados con CENELIs desestandarizados.

Después de la dolarización del país, el BCR tiene como función principal velar por la estabilidad y la eficiencia del sistema de pagos. La política monetaria ya no se encuentra dentro de sus atribuciones.

De estos dos precedentes se deduce la necesidad objetiva de que el Gobierno y el BCR desarrollen un mercado doméstico de deuda estandarizada. Efectivamente, tanto el Gobierno como el BCR reconocen que dicho mercado de deuda solucionaría tres problemas a los que se van a enfrentar en un próximo futuro:

- a) Necesidad de refinanciar los vencimientos de las emisiones de eurobonos, sin tener que recurrir obligatoriamente a ese mercado. Los mercados internacionales han sido muy generosos con El Salvador en los últimos tiempos, pero esto no es garantía de que vaya a ser así en el futuro.
- b) Conveniencia de eliminar los 500 millones de CENELIs que suponen una rémora y la asunción de unos costes de refinanciación indebidos para el eficiente funcionamiento del BCR.
- c) Adolece de falta de un mercado de papel público que sirva de soporte a un sistema de pagos moderno, en la línea que el BCR quiere desarrollar para El Salvador.

De las últimas reuniones mantenidas se deduce que, tanto el BCR como el Gobierno, están de acuerdo con lo dicho hasta aquí y, por tanto, reconocen que tienen la necesidad común de desarrollar el mercado de deuda. Con este propósito se ha incluido en la ley del mercado de valores (que está en proceso de reforma) la posibilidad de que el BCR sea el ente administrador de un mercado de deuda pública mayorista, estructurado en la línea de los estándares regionales recomendados en el presente proyecto.

Sin embargo, el BCR nos ha manifestado que el proyecto de estandarización de la deuda y del desarrollo del mercado mayorista se enfrenta con cinco obstáculos:

- i. Los sistemas informáticos del BCR tienen que ser reformados para poder manejar títulos estandarizados.
- ii. La programación financiera del BCR parece ser relictante a adoptar un sistema de estandarización que implique una concentración de vencimientos.
- iii. Existe una falta de comprensión de la esencia metodológica del desarrollo de un mercado de deuda que llevará, muy probablemente, a un uso oportunista del mismo.

- iv. Los bancos locales actúan de una manera “inexplicable”, según las fuentes del BCR, respecto las emisiones de deuda Salvadoreña.
- v. EL BCR no ve la necesidad de “cultivar” el tramo del año, emitiendo letras.

La conclusión que obtenemos es que, si no se soluciona la mayoría de los problemas señalados, El Salvador va a ser incapaz, en el corto plazo, de desarrollar el mercado de deuda estandarizada.

### **3. Guatemala**

Guatemala es uno de los países con mejores condiciones objetivas para acometer un programa de estandarización de su deuda pública. En particular, el Banco de Guatemala tiene una muy buena oportunidad de refinanciar de manera estandarizada, como mínimo, 1,800 millones de USD, de deuda cuasifiscal que mantiene en su balance. En la actualidad, esta deuda está siendo financiada por medio de unos instrumentos altamente desestandarizados, denominados Certificados de Depósito (CDPs).

En las múltiples conversaciones mantenidas con funcionarios a todos los niveles del Banguat se ha llegado a la conclusión de que no sería en absoluto complicado refinanciar parte de los CDPs con un conjunto de Letras estandarizadas que cubrieran aproximadamente los mismos vencimientos que ahora cubren los CDPs. Pero aún podría irse más lejos, ya que la mayoría de los 1,800 millones de USD son un pasivo estructural, es decir que el Banguat no prevé que se elimine en el medio plazo, y, por lo tanto, podría y debería refinanciarse con instrumentos de medio y largo plazo. De este modo, el Banguat podría generar suficientes instrumentos para desarrollar y consolidar una curva de tasas doméstica.

Sin embargo, hasta la fecha, se ha dado una serie de factores que han impedido que el plan, no solo no se llevara a la práctica, sino que su formulación no pasara más allá del estadio de borrador preliminar. Creemos que, a parte de que el Banguat pueda tener otras prioridades que no le permitan liberar recursos para este menester, el problema se encuentra en la ley monetaria, recién promulgada. En dicha ley se establece que el déficit cuasifiscal debe ser reconocido y documentado por el gobierno. El problema está en cómo tal reconocimiento debe llevarse a cabo. El siguiente artículo de la mencionada ley es muy ilustrativo al respecto:

*ARTICULO 83. Transitorio. “El Estado, por medio del Ministerio de Finanzas Públicas, deberá absorber el costo acumulado de la política monetaria, cambiaría y crediticia reflejado en el balance del Banco Central al cierre contable del año previo al de la fecha de entrada en vigencia de la presente ley. Para el efecto, la Superintendencia de Bancos con asistencia de especialistas internacionales en Banca Central, realizará una auditoría para determinar los ajustes que se requieran al balance del Banguat para establecer su patrimonio real. Dicha auditoría deberá ser realizada en un plazo no mayor de tres (3) meses contados a partir de la vigencia de esta ley. En un plazo de tres meses a partir de la conclusión de la auditoría, el Ministerio de Finanzas Públicas restaurará el patrimonio del Banguat a un nivel adecuado que en ningún caso será inferior a cero. El Ministerio de Finanzas Públicas emitirá títulos de deuda pública de largo plazo, con tasas de interés cero.”*

La deuda cuasifiscal en balance del Banco Central es de 2,150 millones de USD, lo que supone el 37% del balance del Banguat y el 35% de la deuda total, interna más externa, del país. Este es un problema de una gran importancia cualitativa y cuantitativa que debe resolverse de la mejor manera posible. Sea cual sea la solución que se decida, debe meditararse muy bien, ya que, según como se haga, la deuda de la República de Guatemala aumentará en un 40% "overnight", sin que disminuya ni un quetzal la del banco central.

Por su parte el ministerio de hacienda, en los últimos tiempos, ha estado muy ocupado tratando de sacar adelante una emisión de 750 millones de USD de bonos tipo global (bonos de la paz). Esta emisión se está intentando colocar en el euromercado, siguiendo el método clásico de sindicación. Simultáneamente, estos bonos están siendo colocados también internamente por un sistema de pseudo subastas, colocaciones directas, etc. Es por este motivo, creemos, que tampoco el Gobierno ha prestado excesiva atención a la definición e implementación de un programa de estandarización de la deuda. Lo cual es una lástima porque, estamos seguros, se verían tremendamente beneficiados por el mismo. Para empezar, gran parte de la problemática derivada de la colocación del tramo doméstico de los bonos de la paz la tendrían solucionada.

#### **4. Honduras**

Actualmente el Banco Central de Honduras tiene un pasivo de aproximadamente 750 millones de USD, la mayor parte del cual es considerable como estructural o DCF. Dicho pasivo se está financiando con Certificados de Absorción Monetaria (CAMs). Estos instrumentos son unos títulos totalmente desestandarizados, en todos los sentidos posibles. En particular, cada semana se coloca una emisión distinta por medio de subasta, lo cual produce una gran dispersión en los vencimientos.

Para solucionar la obvia problemática derivada de esta situación, se está elaborando un plan conjunto entre el BCH y el Gobierno por medio del cual se pretende estandarizar la mayoría de los instrumentos de financiación del pasivo del estado.

El proyecto que se está definiendo en el BCH consiste en refinanciar la mayor parte de de los CAMs con letras estandarizadas, con vencimientos de hasta a un año. El método de colocación de dichas letras se basará en subastas quincenales, colocaciones por tramos (concentrando vencimientos) y tratando de mantener la mayor regularidad posible en los montos colocados. Es decir, cumpliendo, en la medida de lo razonable para el Banco Central, con los estándares del proyecto.

Por su parte, el Gobierno ha manifestado su intención de mantenerse estrechamente coordinado con el BCH, con el propósito de que la refinanciación de la parte que le corresponde del pasivo estatal se haga con la emisión de títulos cuasi-fungibles.

Con respecto a la deuda cuasi fiscal que, en estos momentos, está incluida en el balance del BCH, a la fecha, no se ha hecho público ningún plan explícito para que el Gobierno la asuma. Sin embargo, de las conversaciones mantenidas, parece claro que todos los involucrados son plenamente conscientes de que este tema supone una de las tareas a afrontar en el próximo futuro.

El hecho de que Honduras esté bajo el programa HIPC, le aboca necesariamente a financiar domésticamente su endeudamiento. Dicha financiación debería implementarse siguiendo los estándares recomendados regionalmente de la manera más ortodoxa posible.

El asunto de las comisiones de colocación que actualmente se paga a los puestos de bolsa parece algo que tiene una dimensión política importante y, por tanto, resulta inabordable desde el punto de vista de esta reforma. En realidad, aunque las comisiones suponen una sangría innecesaria para las arcas del estado, su mantenimiento no supone un grave obstáculo para el desarrollo del proyecto de estandarización.

## **5. Nicaragua**

La deuda susceptible de ser estandarizada en Nicaragua consiste en unos 500 millones de USD, en forma de CENIS, del Banco Central y unos 780 millones de BPIs del gobierno central.

Nicaragua, tras unos meses de discusión y preparación, ha decidido adoptar un simple y agresivo plan de estandarización de los instrumentos de financiación del pasivo del estado. El Consejo Directivo del BCN está a punto de aprobar una resolución bajo la que se cesará la emisión de CENIS y toda refinanciación futura se realizará por medio de la emisión y colocación de Letras a plazos estándares hasta el año y de Bonos a tres, cinco y diez años. Todos estos instrumentos serán colocados domésticamente, serán pagaderos en Córdobas, con mantenimiento de valor vinculado al USD.

Se pretende, además, utilizar un método de colocación basado en subastas quincenales, colocaciones por tramos y buscando la regularidad de montos colocados.

Inicialmente, el monto objetivo a refinanciar es de 500 millones de USD que, hasta la fecha, estaban registrados bajo el epígrafe de CENIS Bancarios.

La única incertidumbre que se cierne sobre los planes del BCN se deriva de la posibilidad de que sea el Gobierno quien asuma la financiación de los CENIS bancarios. En efecto, dado que el origen de dicha deuda es claramente fiscal, el Gobierno de Nicaragua ha manifestado la posibilidad de que sea él quien refinance dicha deuda. En este caso, sería el gobierno quien desarrollaría el programa de refinanciación, basado en instrumentos estandarizados. La única diferencia entre la estrategia de refinanciación del BCN y el gobierno está en los plazos iniciales: el gobierno, debido que iniciará sus emisiones, se verá obligado a empezar sus colocaciones en un plazo tan corto como el 90 días, mientras que el BCN podría empezar directamente en el año, ya que este es actualmente su plazo preferido de emisión.

Por lo demás, el BCN y el Gobierno han acordado emitir instrumentos cuasi- fungibles, es decir, instrumentos que se distingan únicamente por la firma del emisor y que, en todos los aspectos restantes de su diseño sean idénticos.

El Gobierno también ha llegado a la conclusión de que tiene que afrontar decididamente el desarrollo de un mercado doméstico de deuda pública, ya que en el plazo de tres años deberá empezar a hacer frente a la refinanciación de los vencimientos de los BPIs. Los BPIs son unos bonos altamente desestandarizados que, está claro para todo el mundo, no pueden utilizarse más. Por lo tanto, el gobierno debe buscar una alternativa y lo mejor que puede hacer es seguir los conceptos de desarrollo de mercado de deuda, establecidos en los estándares resultados de este proyecto.

El hecho de que Nicaragua esté bajo el programa HIPC, le obliga necesariamente a endeudarse domésticamente. Es por este motivo que el desarrollo de un mercado doméstico de deuda pública sólido y eficiente es un objetivo estratégico para el país.

Otra medida de acompañamiento a la reforma estructural del mercado de deuda pública consiste en que se ha anunciado informalmente que se cesará el pago de comisiones de colocación a los puestos de bolsa, una vez se inicie el programa de estandarización.

## **6. Panamá**

El gobierno de Panamá, desde hace unos años, ha venido desarrollando un programa de emisiones perfectamente estandarizadas de letras de plazos estándares iguales e inferiores a un año que, podríamos decir, esta totalmente consolidado.

Para extender el plazo de vencimientos cubierto por los instrumentos de financiación emitidos en el mercado doméstico, el Gobierno, hace unos meses, decidió autorizar un programa de emisiones de notas a tres años y bonos a cinco años. De esta manera se empezó a colocar las primeras emisiones de notas a tres años, las cuales, próximamente, se verán complementadas por emisiones de bonos a cinco años.

Los métodos de colocación (basados en subastas quincenales, colocaciones por tramos y buscando la regularidad de montos colocados) gozan de gran popularidad y éxito entre los participantes en el mercado de deuda pública panameña.

Para reforzar la liquidez del mercado de emisiones estandarizadas, se está estudiando la posibilidad de refinanciar unos 2,000 millones de USD que ahora están bajo la forma de préstamos con el Banco Nacional de Panamá y con la Caja el Seguro Social.

Adicionalmente, se ha implementado una experiencia piloto para dar el inicio de un proceso de implantación y desarrollo de un programa de "market makers" para el papel del Estado.

Las autoridades panameñas han asumido plenamente la idea de desarrollar un mercado de deuda doméstico de tipo mayorista. Esto se fundamenta en la idea estratégica de tratar de refinanciar en el mercado doméstico la mayor proporción posible de lo que ahora constituye una considerable masa de deuda externa (6,500 millones USD) que se incrementa constantemente, debido al déficit creciente del Gobierno.

Un aspecto a destacar en el planteamiento panameño para el desarrollo del mercado mayorista es que se ha conseguido integrar a la Bolsa como proveedora de servicios para el funcionamiento del mercado mayorista extrabursátil.

A continuación, se encuentra una tabla resumen de la estructura del endeudamiento (todas las cifras en millones de USD equivalentes):

**ESTRUCTURA DEL ENDEUDAMIENTO Y PLANES DE REFORMA**

<b>PAÍS</b>	<b>DCF</b>	<b>DEUDA GOBIERNO</b>	<b>BONOS GLOBALES</b>	<b>PLANES BANCO CENTRAL</b>	<b>PLANES GOBIERNO</b>	<b>COORDINACIÓN</b>
<b>Costa Rica</b>	700 BONOS BC	4,500 Estandarizados y TUDES	1,700	Ninguno explícitamente formulado	Priorizar la financiación en mercado global	Comité formal
<b>El Salvador</b>	500 CENELI	700 bono único de reconocimiento no negociable	2,200	Ninguno explícitamente formulado	Seguir con la financiación en el mercado global	Comité informal
<b>Guatemala</b>	1,800 CDP	1,000 CERTIBONOS	1,200	Refinanciar pasivo con programa de Letras y Bonos a medio plazo No fecha de implementación	Refinanciar pasivo con programa de Letras y Bonos a medio plazo No fecha de implementación	Comité informal
<b>Honduras</b>	750 CAM-CADD	250	HIPC	Refinanciar pasivo con programa de Letras y Bonos a medio plazo No fecha implementación	Refinanciar pasivo con programa de Letras y Bonos a medio plazo No fecha de implementación	Comité informal
<b>Nicaragua</b>	500 CENI	780 BPI	HIPC	Refinanciar pasivo con programa de Letras y Bonos a medio plazo Fecha implementación: Abril 2003	Refinanciar pasivo con programa de Letras y Bonos a medio plazo No fecha de implementación	Comité informal
<b>Panamá</b>	No hay Banco Central	600 Letras, Notas, Bonos Estandarizados	5,000	No hay Banco Central	Mantener emisiones externas y seguir fortaleciendo desarrollo de mercado doméstico, alargando plazos	Centralizado en Crédito Público.

### III.2.- TALLERES DE CAPACITACIÓN

El segundo componente del proyecto contempló desarrollar un gran esfuerzo de capacitación a funcionarios de las instituciones participantes, a saber, Bancos Centrales, Ministerios de Hacienda o Finanzas y de los Entes Supervisores del Mercado de Valores de los países de la región, para que puedan desarrollar la base teórica y práctica necesaria para organizar los aspectos fundamentales de los mercados de deuda pública en la forma planteada en este proyecto. Con ese propósito se programó realizar ocho talleres sobre temas específicos del proyecto, de tres días de duración cada uno. Dichos talleres fueron impartidos por un experto en el tema en calidad de Instructor Principal, bajo la supervisión del Asesor Principal y complementándose su labor con intervenciones y presentaciones del Asesor Principal y de la Consultora Catiana García, quienes también supervisaron la elaboración de las presentaciones básicas.

Los consultores contratados fueron los siguientes: Guillermo Jiménez Shaw, Talleres I, II, III y VII; Joaquín Bernal Ramírez, Taller IV; Iñigo de la Lastra Petrirena, Taller V; y Paulino García Suárez el Taller VIII. El Taller VI fue impartido *pro bono* por el Asesor Principal, Juan Antonio Ketterer.

Tal como se explicó en la introducción, el objetivo de los talleres ha sido formulado con la visión de alcanzar un doble resultado:

- a) Por un lado, se trataba de capacitar a un nutrido grupo de funcionarios de los bancos centrales, ministerios de hacienda o finanzas (Crédito Público y Tesorería) y superintendencias de valores. Dicha capacitación ha tenido lugar en una serie de áreas que los asesores principales consideraron fundamentales para el desarrollo del proyecto. Mas abajo, en esta sección, se puede encontrar una relación de los talleres impartidos.
- b) Por otro lado, se trataba de provocar que los participantes a los talleres acabaran viendo con absoluta naturalidad la necesidad y la posibilidad de implantar los estándares de desarrollo del mercado en cada uno de los países integrantes del proyecto. Para ello, se siguió la estrategia de provocar que fueran los mismos asistentes a los talleres los que definieran los estándares en cada una de las áreas del proyecto. Al final de cada taller, después de haber terminado con todas las exposiciones, los asesores principales del proyecto presentaban ante todos los países asistentes el conjunto de estándares correspondiente a la temática del taller. A continuación, se dejaba un tiempo para que los países se reunieran y valoraran dos aspectos: (i).- si los estándares parecían convenientes y (ii).- si ellos creían que eran implementables en su país. Seguidamente se procedía a una ronda, donde cada país expresaba su opinión. La mesa, compuesta por los asesores principales del proyecto y, en su caso, por el consultor contratado para conducir el taller, tomaba nota de las observaciones realizadas por cada uno de los países y reformulaba los estándares, con el objetivo de que fueran “aprobados” por los asistentes. De este modo se han construido los estándares, derivados de los talleres.

Los talleres fueron dirigidos a funcionarios de los bancos centrales involucrados directamente en la formulación de la política de operaciones de mercado abierto y de

administración de la Tesorería de los Ministerios de Hacienda o Finanzas (definición de políticas de financiamiento del déficit fiscal). También se solicitó la participación de los Coordinadores del Proyecto por parte de los Bancos Centrales Centroamericanos y del Ministerio de Economía y Finanzas de Panamá, así como de técnicos que trabajan en este tema del respectivo Ente Supervisor del mercado de valores.

Los talleres realizados fueron los siguientes:

**1. El primer taller sobre el Mercado Primario de Deuda Pública** (El Salvador, 3-5 de octubre de 2001), tuvo como objetivo capacitar a los asistentes en la estrategia y en los aspectos operativos relacionados con las emisiones y colocaciones primarias de instrumentos de deuda del Ministerio de Hacienda y del Banco Central. Al Término del Taller, se analizaron en detalle los lineamientos de un Plan Estratégico Global para el Desarrollo del Mercado de Deuda Pública, que incluye una propuesta para organizar un Sistema Integrado Nacional de Deuda Pública (SINDEP) y establecer un conjunto de estándares regionales respecto a la colocación, estandarización, liquidación y negociación regional de la deuda pública.

El resultado de este primer taller fue un tanto ambivalente. Fue la primera vez que el grupo se reunía y los asesores principales no tenían un conocimiento exacto de cuál era el nivel de formación previa de los participantes. Así que se recomendó al consultor contratado para impartir el taller que empezara desde el nivel más bajo posible.

El problema principal en que nos encontramos al principio fue que la mayoría de los asistentes no tenía una idea clara de qué se trataba el proyecto. A pesar de que antes de empezar con los talleres se mantuvo una reunión del comité de capitales del CMCA, en donde se explicó durante dos días cual era el contenido y el alcance del proyecto, los asistentes a dicha reunión no tuvieron la oportunidad de trasladar a los asistentes al taller el contenido de la misma.

En cualquier caso, creemos que se consiguió transmitir parte del contenido específico del taller y, sobre todo, se consiguió que los asistentes empezaran a captar de qué se trataba el proyecto en su conjunto.

**2. El segundo taller sobre el Mercado Secundario de Deuda Pública** (Honduras, 21-23 de noviembre de 2001), tuvo como objetivo capacitar a los asistentes en la estrategia y en los aspectos operativos relacionados con el desarrollo del mercado secundario de deuda pública, su enlace con el mercado primario y la definición de estándares regionales para la implantación de un mercado mayorista de deuda pública. Al final del Taller, también se discutió los estándares regionales para la organización del mercado secundario y la creación en cada país de un “Mercado Mayorista Integrado Nacional de Deuda Pública” y la organización del “Mercado Mayorista Integrado Regional”.

En este segundo taller las cosas fueron mejor en términos de que la concurrencia ya sabía, en su mayor parte, cual era el sentido general del proyecto y el rol de la materia impartida en el taller en el conjunto del proyecto. Para nosotros era muy importante que todos los asistentes entendieran el sentido de continuidad de los talleres y el papel que estos ocupaban en el proyecto. Porque no se trataba de puros talleres de formación, se trataba de una serie de reuniones en las que, sobre la base de unos conocimientos y experiencias compartidas, se iba avanzando en la definición y construcción de un nuevo modelo de

mercado para la deuda pública y del banco central, con todas las implicaciones colaterales que esto tenía.

**3. El tercer taller de Convenciones de cálculo de Deuda Pública** (Costa Rica, 15-17 de mayo de 2002), tuvo como objetivo capacitar a los asistentes en los estándares, convenciones, métodos de cálculo y valoración utilizados en los mercados internacionales de deuda pública. Como consecuencia del Taller III, se definieron una serie de estándares, convenciones y métodos de cálculo, para que sean adoptados como los estándares regionales en los mercados de deuda.

La valoración que podemos hacer de este taller es que no podía dejar de hacerse. Aunque todos éramos conscientes de la naturaleza adusta del contenido del mismo y de que muchos de los asistentes sólo podrían aprovechar el 60% del material impartido. Pero era fundamental que todo el mundo viera y entendiera el por qué hay estándares internacionales, cómo son los mismos y, muy importante, que no difieren en mucho de las convenciones utilizadas en cada país y que, justamente por este motivo, el coste de cambiar a los estándares internacionales, iba a ser pequeño, mientras que los beneficios iban a ser muchos.

**4. El cuarto taller sobre Política Monetaria y Sistemas de Pagos** (Guatemala, 10-12 de julio de 2002), dio capacitación desde el punto de vista conceptual como operativo, en los elementos de articulación entre la política monetaria y el sistema de pagos de alto valor. Se identificaron los aspectos estratégicos, institucionales, operativos, y de relación con otros subsistemas (mercado interbancario y de valores), que deben ser tomados en cuenta para el diseño de sistemas de pagos seguros y esquemas de implementación de la política monetaria eficaces, en un contexto de liberalización financiera. Como conclusión del Taller, se definió una serie de estándares para ser aplicados en el correspondiente ámbito.

A pesar de que se pudiera pensar que ésta es una materia muy específica de los bancos centrales, el enfoque que se le dio fue mucho más desde la óptica del papel que juega un mercado de deuda eficientemente estructurado en el apoyo de la implementación de la política monetaria y como ambos interactúan y se benefician mutuamente.

Fue en este taller donde se planteó por primera vez la necesidad de separar conceptualmente el pasivo del banco central entre la parte que financiaba deuda cuasifiscal y aquella otra parte dedicada a la operativa de mercado abierto para operaciones de política monetaria en sentido estricto.

**5. En el quinto taller de Anotación en Cuenta, Compensación y Liquidación de Valores** (Panamá, 23-25 de octubre de 2002), capacitó en las diferentes etapas del proceso de liquidación de valores, desde el momento de su negociación hasta la liquidación y custodia de los mismos; las formas de organizar cada una de esas etapas desde el punto de vista funcional; los riesgos que conlleva la liquidación; y los estándares internacionales que rigen la liquidación de valores. Lo anterior con el propósito de desarrollar en la región la infraestructura de liquidación de valores que es imprescindible para desarrollar un mercado secundario mayorista de deuda pública y para el buen funcionamiento de los mercados de gestión de liquidez interbancaria y de los sistemas de pagos de alto valor.

Los principales mensajes que se transmitieron en este taller fueron: Unos sistemas de compensación y liquidación que cumplan con estándares internacionales mínimos son imprescindibles para: (i) atraer a los inversionistas regionales e internacionales; (ii) dar

soporte del mercado secundario mayorista; (iii) dar soporte a la liquidación de tipo bilateral (para mercados mayoristas y mercados de liquidez); (iv) dar soporte a un buen sistema de pagos. De este modo se enlazaba con los anteriores talleres y se daba el debido mensaje de continuidad y consistencia en todo el proyecto.

**6. En el sexto taller, Gestión de Deuda Pública, Deuda Cuasifiscal y sus implicaciones para la Política Monetaria y Fiscal y los Mercados Secundarios** (República Dominicana, 4-6 de diciembre de 2002), se revisó, desde el punto de vista teórico y práctico, la gestión formal de la deuda pública, en cuando a la dinámica del endeudamiento, la gestión de activos y pasivos, la medición de costes y riesgos, la definición y seguimiento de la cartera “benchmark”, la gestión de la tesorería y la organización institucional requerida. También evaluar el déficit cuasifiscal y las posibles soluciones. Todo lo anterior con énfasis en las implicaciones para las políticas monetaria y fiscal y en el desarrollo de los mercados secundarios.

Este taller originalmente no estaba incluido en la relación de talleres que se iba a impartir. La decisión de incluir este taller fue el producto de que los asesores principales se dieron cuenta de que el nivel general de los participantes en el proyecto sobre los temas relacionados con la gestión de la deuda pública era muy bajo. Más vale tarde que nunca. La recomendación que haríamos es que este taller debería haber sido el primero en realizarse. El que todo el mundo hubiera tenido una clara perspectiva de esta metodología desde el principio, habría ayudado mucho a entender la lógica subsiguiente de las cosas.

**7. En el séptimo taller, Aproximación práctica a la organización de los mercados primario y mayorista de deuda pública y de liquidez y a la gestión integral del pasivo estatal** (Nicaragua, 19-21 de febrero de 2003), se revisó, desde el punto de vista teórico y, principalmente, práctico las enseñanzas impartidas en los anteriores talleres, en cuando a la organización de los mercados primarios, secundarios mayoristas de deuda pública, de liquidez y la gestión integral del pasivo estatal (incluyendo el déficit y deuda cuasifiscal) y la organización institucional requerida. Lo anterior con énfasis en las implicaciones para las políticas monetarias.

Este taller originalmente tampoco estaba incluido en la relación de talleres que se iba a impartir. La decisión de incluir este taller fue debida a que en los anteriores talleres no se dispuso del tiempo que hubiera sido necesario para hacer ejercicios prácticos, simulaciones, juegos, etc. Las actividades incluyeron clases magistrales y sesiones de ejercicios para simular el funcionamiento práctico del mecanismo de la subasta; el enlace entre el mercado primario y el secundario, la operación del mercado con “Creadores de Mercado” y el diseño de la política de financiación.

**8. El octavo y último Taller, sobre Regulación de los Mercados de Valores, de Deuda Pública y de gestión de la liquidez: Inversión Colectiva, Intermediarios y Mercados Secundarios** (Costa Rica, 26-28 de marzo de 2003), tuvo como objetivos revisar los aspectos básicos de la regulación de los mercados de valores, de los mercados de deuda pública, de gestión de la liquidez y de los fondos de inversión colectiva, los cuales tienen un papel fundamental en la organización de los mercados secundarios mayoristas nacionales y regional de deuda pública y en la instrumentación de las políticas monetaria y fiscal de los países. Asimismo, capacitar en la valoración de activos y carteras de inversión, con énfasis en activos poco líquidos, y sus implicaciones para el monitoreo del riesgo

sistémico. El mensaje de este Taller se centró en los aspectos regulatorios de dos temas: (i) las instituciones de inversión colectiva; y (ii) mercados secundarios. La apropiada regulación de ambos temas es de crucial importancia, ya que pueden tener gran influencia en el desarrollo de los mercados de deuda pública.

En el **Anexo A.6** se encuentran los Programas de los talleres impartidos.

Los talleres fueron dirigidos a funcionarios de los bancos centrales involucrados directamente en la formulación de la política de operaciones de mercado abierto y de administración de la Tesorería de los Ministerios de Hacienda o Finanzas (definición de políticas de financiamiento del déficit fiscal). También se solicitó la participación de los Coordinadores del Proyecto por parte de los Bancos Centrales Centroamericanos y del Ministerio de Economía y Finanzas de Panamá, así como de técnicos que trabajan en este tema del respectivo Ente Supervisor del mercado de valores.

Los asistentes a los talleres coincidieron en recomendar al Consejo Monetario Centroamericano la adopción de esos estándares mediante un acuerdo formal, para que sirva de guía para el proceso de armonización de los mercados de deuda pública de la región. También se acordó recomendar la organización de un Comité Técnico Regional de Estándares, al cual se le encomiende la concreción de los estándares sugeridos.

El desarrollo de los Talleres puede calificarse de altamente satisfactorio, toda vez que se lograron los objetivos perseguidos, especialmente en cuanto a la formulación de los estándares relativos a la temática de cada uno de los talleres y en todos se registró una asistencia bastante favorable. En efecto, se logró una participación muy por encima de lo previsto inicialmente, de más de 200 funcionarios de nivel medio y altos de las instituciones involucradas, con un promedio de 46 participantes por Taller. Cabe destacar que el 83% de los asistentes participó en tres talleres y el 52% en cuatro talleres, cifras que son muy satisfactorias. Como **Anexo A.7** se presenta una lista con el nombre, país, institución y cargo de los participantes.

Finalmente, se deben destacar dos elementos: (i) la activa participación que la mayoría de los asistentes tuvo en las simulaciones y en las presentaciones que los distintos países hicieron a lo largo de los talleres; (ii) a medida en que los mismos participantes fueron reiterándose en su asistencia en los sucesivos talleres, se fue consolidando un grupo de personas que está actualmente compartiendo una visión amplia de todos los aspectos del desarrollo de los mercados de deuda y habrán, muy probablemente, establecido unos importantes vínculos personales ínter países.

### **III.3.- SISTEMA DE INFORMACION Y SITIO WEB (WEB)**

El proyecto Web está desarrollándose conforme a lo previsto, en tiempos y en presupuestos. Aunque, como es lógico en este tipo de cosas, se han ido produciendo pequeñas incidencias y mejoras en el diseño y concepto del producto que, sumadas, han producido un cierto retraso en la finalización del producto.

La primera actividad que se llevó a cabo fue la definición de requerimientos de alto nivel del sitio Web y de las especificaciones de diseño. Para realizar esta actividad, se efectuó el preceptivo concurso y se seleccionó a Miguel Ángel Rojo Fernández para realizar la consultoría. La misma se llevó a cabo durante los meses de noviembre y diciembre de 2001, de la cual resultaron los siguientes documentos:

- Sistema Regional de Información de los Mercados de Deuda Pública: Documento Principal.
- Anexo I - Gestión de proyectos.
- Anexo II - Arquitectura Básica.
- Anexo III- Términos de Referencia (para Firmas).
- Anexo IV- Análisis de Firmas presentadas.
- Anexo V - Diseño del Sitio Web.

Dentro del marco de la consultoría, también se realizó una reunión en Guatemala y otra en Honduras, donde los responsables de tecnología de los bancos centrales de la región tuvieron la oportunidad de conocer el proyecto, tanto desde el punto de vista tecnológico, como desde el de contenido.

Después de haberse llevado a cabo dicho diseño de alto nivel, tanto en el aspecto tecnológico, como en el funcional, el Consejo, según lo acordado en reunión del 3 de diciembre de 2001, adoptó la siguiente estructura organizativa para administrar y dar seguimiento al desarrollo de la Web:

### **Grupo de Dirección:**

Integrado por:

Miguel Chorro y Sergio Recinos, en sus respectivas funciones de Secretario y Subsecretario Ejecutivos del Consejo; y Juan Antonio Ketterer, en calidad de Asesor Principal del proyecto.

La función principal del grupo de dirección consiste es aprobar:

- Diseño de la presentación
- Diseño de Navegación.
- Esquema de gestión.
- Prototipo.
- Cronograma de actuación

### **Grupo de Coordinación:**

Integrado por Jorge Barboza

La función de este grupo consiste en coordinar todos los trabajos de cada una de las áreas (vid infra) relacionados con el desarrollo de la Web.

Áreas:

- Base de Datos: Otto Rodriguez
- Diseño Funcional: Otto Rodriguez, Cesar Castillo
- Supervisión de Desarrollo y Programación: Cesar Castillo
- Control de cambios y problemas: Cesar Castillo y Otto Rodriguez.
- Pruebas funcionales y técnicas al sistema: Cesar Castillo y Otto Rodriguez.
- Reuniones de coordinación: Cesar Castillo

El organismo ejecutor invitó el 30 de setiembre de 2001 a firmas de desarrollo radicadas en Costa Rica, que tuvieran amplia experiencia en la materia, a presentar muestras de interés para realizar este componente. Como resultado, se recibieron dieciséis ofertas que fueron evaluadas por la Unidad Técnica del Proyecto y por el Consultor Miguel A. Rojo, siguiendo

el procedimiento acordado previamente con el BID. Del trabajo conjunto se seleccionó una lista corta de las siguientes seis firmas (en orden alfabético):

- DIMSA Software.
- EXACTUS Software Corporation.
- Inter@merica.
- INTERNEXO Tecnologías Internet.
- SchlumbergerSema.
- TI Solutions.

A dichas Firmas se les invitó a presentar una propuesta técnica y económica para desarrollar e implementar el sitio Web indicado, entregándoles los términos de referencia para la consultoría que fueran elaborados por la SECMCA con base en los documentos del consultor Rojo Fernández. Dichos términos de referencia y los procedimientos de preselección de las seis firmas y de selección de una firma final, fueron aprobados por el BID el 6 de diciembre de 2001.

Después de haber llevado a cabo el proceso de contratación de la firma TI SOLUTIONS, conforme a lo previsto, ahora se está procediendo a finalizar el desarrollo del Sistema de Información y del sitio Web.

Los productos entregados, de momento, se ajustan razonablemente a los requerimientos establecidos, según se desprende de la información suministrada por los responsables de cada una de las áreas del proyecto. Es decir, la aplicación ha sido validada, por cada uno de los responsables de las distintas áreas del proyecto, en todos sus aspectos funcionales en un 90%. Los responsables de cada una de las áreas del proyecto no han manifestado ningún problema importante al respecto.

Sin embargo, existen algunos problemas con los gráficos y hay que contratar a un traductor experto en inglés y en finanzas para que valide la versión inglesa de la Web. Aunque el suscrito recomendaría empezar directamente en español, ya que la mayoría de usuarios, aunque sean de empresas internacionales, es muy probable que hablen español. En una segunda fase se puede incorporar la versión con la traducción al inglés.

La recomendación más importante para el desarrollo futuro de la Web es que se mantenga lo más simple posible. La Web no tiene que hacer muchas cosas, ya que los usuarios a los que esa Web va destinada, probablemente tienen mejor software de tratamiento y presentación de datos que el que se pueda poner a su disposición a través de nuestra Web.

Lo importante de la Web, el valor agregado de verdad está en la información que ésta pueda ofrecer. Como hemos dicho anteriormente, no hay ningún lugar donde se pueda obtener una información completa y actualizada sobre la deuda pública de América Central. Eso es justamente lo que esta Web debe ofrecer:

- **Información completa y entendible**
- **Información actualizada**
- **Información fácilmente importable**

Por lo tanto, lo importante es asegurar que las actualizaciones funcionen bien. En este sentido recomendamos seguir el siguiente criterio:

**“Es mejor no dar un dato que darlo sin actualizar”**

En consecuencia, cualquier funcionalidad o “servicio” que se incluya en la Web que no vaya en la dirección de reforzar uno de los puntos anteriores, no merece la pena que se considere. Puede, incluso, darse el caso que “funcionalidades” que no estén en la línea de lo comentado aquí, que puedan llegar a entorpecer un desempeño ágil de las funcionalidades principales.

Otro aspecto crucial es la carga inicial y la actualización periódica de la Web. Para ese propósito se desarrollaron dos talleres de capacitación de los Informáticos de los bancos centrales en relación a la interfase para el traslado de los datos de deuda pública de las instituciones que los generan al sistema de información del proyecto. También en los meses de marzo y mayo de 2003 se realizó un taller en cada uno de los países participantes, con el fin de capacitar a funcionarios economistas de los Bancos Centrales, Ministerios de Hacienda o Finanzas y Entes Supervisores del Mercado de Valores que recogen y almacenan las estadísticas e información de la deuda pública de cada país, en los procedimientos de carga de datos e información básica que requiere el eficiente funcionamiento del Sistema de Información Regional de los Mercados de Deuda Pública. También se les capacitó en la utilización de dicho Sistema y del sitio Web. Cabe resaltar que sin decidida participación y apoyo de las instituciones involucradas en el proyecto, no se podrá cumplir la meta de que la Web sea la parte visible y permanente del proyecto y el sitio de consulta de los inversionistas regionales e internacionales de las oportunidades de inversión en deuda pública interna de los países de la región.

## IV. RECOMENDACIONES FINALES

### 1. Situación de los países

Después de dos años de participación en el proyecto, la mayoría de los países tienen bien claramente asumido los estándares, su diagnóstico y su plan de acción. Es decir, cada uno de los países participantes sabe exactamente dónde está y hacia dónde tiene que ir. El problema es que no está claro que en todos los países exista la capacidad de ejecución, dispongan de la asistencia técnica y del respaldo político necesario para implementar de manera satisfactoria los correspondientes planes de acción.

Por lo tanto, para que evitar que los países no pierdan la velocidad de crucero que habían adquirido, recomendaría que se actuara en tres frentes:

- a) Que el Comité Técnico de Estándares Regionales (CTER) se ocupe de coordinar y ofrecer asistencia técnica a los países en la implementación de los planes de acción. Esto se podría llevar a cabo ofreciendo cada cuatro meses un mes de consultoría, para que todos los países pudieran ponerse al día en las ejecuciones de sus respectivos planes de acción.
- b) Que el CTER auto-formule un plan de actuación de medio y largo plazo en cuanto a la dimensión de coordinación regional
- c) Que el CMCA actúe con decisión y máxima publicidad para recabar apoyo político por parte de los Gobiernos en la implantación de los estándares.

### 2. Planes de Acción

Los planes de acción están muy claramente definidos, discutidos y asumidos por los países. Dichos planes tienen como objeto establecer las medidas que cada uno de los países debe adoptar para mejorar el cumplimiento de los estándares.

Los planes de acción se han definido conforme al método de actividades y productos. Es decir, para cada estándar o grupos de estándares relacionados, se propone un conjunto de actividades que deben resultar en una serie de productos o “outputs”, para conseguir el propósito de que el país se acerque al estándar en cuestión.

Una de las líneas de acción que el CMCA debería impulsar a través de su Secretaría Ejecutiva consiste en que, basándose en los planes de acción, se ofrezca ayuda a las autoridades de cada uno de los países para identificar proyectos concretos que sean susceptibles de cooperaciones técnicas por parte de los organismos multilaterales o fondos de cooperación técnica.

### 3. Comité Técnico de Estándares Regionales

El tercer aspecto de gran importancia relacionado con el proyecto se refiere a la capacitación de funcionarios públicos. Mi opinión al respecto es que uno de los logros más notables del proyecto ha sido generar un grupo bastante compacto de funcionarios con un nivel alto de capacitación en el ámbito de la gestión de la deuda pública y del desarrollo de sus mercados.

Esta labor debe continuarse y mejorarse. Se puede recurrir al mismo formato de talleres utilizado durante el proyecto, pero también hay una multiplicidad de vehículos e instrumentos sobre los que basar una política de formación que no resultan tan costosos,

pero que su efectividad está fuera de toda duda. Chats en Internet, talleres virtuales, conferencias, etc.

En este caso, creo que el Comité Técnico de Estándares Regionales también sería un organismo con suficiente capacidad de ejecución para organizar un taller de capacitación cada tres o cuatro meses y realizar un plan para aprovechar los medios no presenciales en un programa de formación continuada de todos los funcionarios relacionados con la materia.

La “cultura” que se ha creado es un activo que sería una gran pena que se dejara perder.

#### **4. Sistema de Información y el Sitio Web**

Este componente se planteó como un mecanismo de recolección, centralización, tratamiento y redifusión de toda la información relevante para el mercado de la deuda pública centroamericana.

Se ha hecho una gran labor en la definición y desarrollo de la infraestructura tecnológica y funcional. Sin embargo aún queda por ver cuál va a ser la respuesta a la pregunta más importante con respecto la Web: si los organismos de los países que han adquirido el compromiso de actualizarla con datos van a poder hacerlo o no.

Tal como ha estado concebida, la Web debería llegar a ser una herramienta de trabajo importante para aquellos que están interesados en invertir en el mercado regional (y en cada uno de los países) con información precisa y actualizada. Así que su viabilidad futura depende en gran medida de que sea un instrumento útil para sus usuarios. En estos momentos, esto tiene un nombre: actualización.

En consecuencia, todos los esfuerzos de la Web deben ir concentrados a conseguir que las actualizaciones por parte de los países se lleven a cabo en las mejores condiciones de calidad y prestanda posibles.

Otro aspecto, relacionado con el impacto de la Web, que el CMCA debería considerar, es si le va a dedicar recursos y de que cuantía y especie a la promoción de la Web entre el mercado financiero internacional. Mi recomendación al respecto es que algo debería hacerse. Por suerte en el mundo de la Web hay multitud de maneras de darse a conocer que no significan un gran dispendio económico, aunque requieren un cierto esfuerzo y presupuesto. Entre los más importantes podemos destacar: buscadores, "banners" en Web “amigas”, intercambio de propaganda, links desde Web “amigas”, inclusión de la URL en todas las publicaciones y papelería del CMCA, ofrecer presencia gratuita en la Web a los intermediarios financieros relevantes de los países, etc.

#### **5. Coordinación con otros estamentos públicos**

Dentro de la planificación de cómo dar seguimiento a este proyecto debe incluirse, de manera inevitable, la coordinación con otras instancias públicas. Estas son fundamentalmente: las superintendencias de valores, de bancos y de seguros; y los departamentos de crédito público y de tesorería de los ministerios de hacienda o finanzas.

Lógicamente, cuanto más personal e instituciones haya que coordinar, más complicado resulta. Sin embargo, en el seguimiento de este proyecto la coordinación es crucial, ya que si no, la probabilidad de entrar en divergencias y contradicciones aumenta exponencialmente con el tiempo transcurrido.

## 6. Coordinación con el sector privado

En la formulación inicial del proyecto se planteó una componente de relación el sector privado. Cuando se replanteó la marcha del proyecto, a mitades del mismo, se decidió eliminar dicha componente. La razón de dicha decisión fue un problema de “timing”. Pensamos que, si no existía una decisión clara y suficientemente comprometida por parte de los gobiernos y bancos centrales de implementar la reforma, era perder el tiempo y el dinero ir al sector privado a contarle un proyecto cuyas expectativas de materialización eran bastante vagas.

La realidad ha sido que en aquellos países donde se han implementado iniciativas concretas, los asesores principales han tenido el gusto de mantener reuniones con el sector privado para explicar el contenido y el alcance de tales medidas en el contexto general del proyecto. Este ha sido el caso de Nicaragua, Panamá y el BOLCEN.

Una vez dicho esto, seguimos manteniendo que uno de los puntos básicos de la estrategia del Sistema Integrado Nacional de Deuda Pública (SINDEP) consiste en la alineación de intereses estratégicos con el sector privado. La consecución de este objetivo debe estar presente en la formulación de una política para el seguimiento de este proyecto.

Las actividades derivadas de la presentación de la Web pueden ser una buena (y barata) manera de empezar a interesar al sector privado en el proyecto.

Una vez se haya conseguido esto, se puede definir un proyecto que recoja los lineamientos que originalmente estaban incorporados en el presente proyecto, para actuar con el sector privado.

A continuación se presenta una síntesis de las recomendaciones.

<b>ÁREA</b>	<b>RECOMENDACIONES</b>
<b>PLANES DE ACCIÓN</b>	Que el Comité de Estándares se ocupe de coordinar y ofrecer asistencia técnica a los países en la implementación de los planes de acción.
	Ofrecer, cada cuatro meses, un mes de consultoría, para que todos los países pudieran ponerse al día en las ejecuciones de sus respectivos planes de acción
	Que el CMCA actúe con decisión y máxima publicidad para recabar apoyo político por parte de los Gobiernos en la implantación de los estándares.
<b>COMITÉ TECNICO DE ESTANDARES REGIONALES (CTER)</b>	Que el CTER auto-formule un plan de actuación de medio y largo plazo en cuanto a la dimensión de coordinación regional.

	Basándose en los planes de acción, se ofrezca ayuda a las autoridades de cada uno de los países para <u>identificar proyectos concretos que sean susceptibles de cooperaciones técnicas</u> por parte de los organismos multilaterales o fondos de cooperación técnica.
	El CTER debe mantener la dinámica de talleres de capacitación, para no perder la masa crítica de funcionarios entrenados en las ideas básicas del proyecto y de los estándares
	Se debe emprender un plan de publicidad de lo que sea ha conseguido con los estándares, donde quede reflejado el apoyo político que dichos planes de reforma tienen por parte de los Presidentes de los Bancos Centrales y Los Ministros de Finanzas.
<b>SISTEMA DE INFORMACION Y SITIO WEB</b>	Conseguir que las actualizaciones por parte de los países se lleven a cabo en las mejores condiciones de calidad y prestanda posibles.
	Definir un plan de promoción de la Web entre el mercado financiero internacional.
	Se debería llevar a cabo, cuanto antes, un estudio para determinar el conjunto de Web donde debería existir un link re-direccionando a los usuarios a la Web de Deuda.
	No se debe llenar la Web con funcionalidades que no son estrictamente propias de la misma.
<b>COORDINACIÓN CON OTROS ESTAMENTOS PÚBLICOS</b>	Desde el CTER establecer un plan de coordinación con aquellos estamentos públicos que no estén integrados en el mismo
<b>COORDINACIÓN CON SECTOR PRIVADO</b>	Definir un proyecto que recoja los lineamientos que originalmente estaban incorporados en el presente proyecto para actuar con el sector privado, pero que se tuvieron que eliminar por falta de tiempo y oportunidad del proyecto.

## **ANEXOS**