

**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**

***“Diagnósticos, Planes de Acción y Estándares Regionales  
para la Organización de los Mercados Nacional  
y Regional de Deuda Publica”***

**Consultora: Catiana García Kilroy**

**Mayo de 2003**

## INDICE

<b>GLOSARIO DE TÉRMINOS.....</b>	<b>i</b>
<b>1. RESUMEN EJECUTIVO .....</b>	<b>1</b>
<b>2. ANTECEDENTES .....</b>	<b>2</b>
<b>3. OBJETIVOS Y METODOLOGIA .....</b>	<b>2</b>
<b>3.1 Marco conceptual del proyecto .....</b>	<b>2</b>
<b>3.2 Productos realizados en el marco de la consultoría .....</b>	<b>3</b>
<b>3.2.1 Producto 1: Conjunto de Estándares Regionales.....</b>	<b>3</b>
<b>3.2.2 Producto 2: Diseño y programa de los talleres.....</b>	<b>4</b>
<b>3.2.3 Producto 3: Diagnósticos para cada uno de los siete países involucrados en el proyecto .....</b>	<b>4</b>
<b>3.2.4 Producto 4: Planes de acción para cada uno de los siete países involucrados en el proyecto .....</b>	<b>4</b>
<b>3.2.5 Productos complementarios .....</b>	<b>4</b>
<b>3.3 Metodología de trabajo .....</b>	<b>5</b>
<b>4. CONDICIONES BASICAS Y ESTANDARES REGIONALES.....</b>	<b>7</b>
<b>4.1 Condiciones básicas .....</b>	<b>8</b>
<b>4.2 Estándares Regionales.....</b>	<b>8</b>
<b>5. TALLERES DE CAPACITACION Y ELABORACION DE ESTANDARES .....</b>	<b>8</b>
<b>6. DIAGNÓSTICOS Y PLANES DE ACCIÓN.....</b>	<b>9</b>
<b>7. REFLEXIONES FINALES.....</b>	<b>14</b>
<b>7.1 Organización de política de financiamiento con mecanismos inestables.....</b>	<b>14</b>
<b>7.2 Participación de los Bancos Centrales en el mercado para financiar el déficit cuasifiscal.....</b>	<b>14</b>
<b>7.3 “Status quo” de Bolsas dificulta la organización de mercados mayoristas... </b>	<b>15</b>
<b>7.4 Dificultades en programación financiera y en aspectos técnicos del diseño de emisiones.....</b>	<b>15</b>
<b>7.5 Desconocimiento de aspectos técnicos y operativos de las infraestructuras</b>	<b>15</b>
<b>8. CONCLUSIONES.....</b>	<b>16</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.

- GIPE:** Gestión Integral del Pasivo Estatal. Método de gestión del endeudamiento público que incorpora todos los pasivos de manera integrada.
- HIPC:** “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.
- OMA:** Operación de Mercado Abierto, realizada por los bancos centrales para instrumentar sus políticas monetarias.
- OTC:** “Over the Counter”, mercado extrabursátil donde se realizan operaciones bilaterales mayoristas.
- SAC:** Sistema de Anotaciones en Cuenta, utilizado en Costa Rica.
- TPO:** Título de Propiedad de cupón cero, emitidos por el Gobierno de Costa Rica.
- TUDES:** Títulos especiales, emitidos por el Gobierno de Costa Rica para ser colocados a las agencias y empresas públicas y la Caja del seguro Social.

## 1. RESUMEN EJECUTIVO

- El objetivo de la consultoría fue establecer un marco de acción pragmático que permitiera a los países de la región trabajar de forma coordinada en la construcción de un mercado de deuda pública sobre la base de mercados nacionales estables y líquidos de deuda interna
- La consultoría parte de cinco hipótesis básicas en las que están de acuerdo los países de la región: (i) las políticas de reducción del déficit deben ir acompañadas de políticas de gestión de la deuda pública de forma sostenible; (ii) se debe promover el financiamiento del déficit con deuda interna y en moneda local; (iii) la perspectiva regional en los mercados de deuda pretende acompañar las políticas de integración financiera regional; (iv) la perspectiva regional es imprescindible para alcanzar suficiente mas crítica de deuda para apelar al ahorro internacional en los mercados de deuda interna; (v) los mercados de deuda pública tiene externalidades de gran importancia para la estabilidad del sector financiero y para una adecuada gestión de la liquidez.
- En el curso de la consultoría se desarrollaron de forma paralela e iterativa una serie de productos que han tenido los objetivos de capacitar a los representantes de Bancos Centrales y Ministerios de Hacienda; establecer unos estándares para el desarrollo de los mercados de deuda pública aplicables a la región; y realizar un diagnóstico y plan de acción para cada uno de los países de forma que tengan un primer paso para iniciar la modernización de sus mercados de deuda pública.
- El eje de articulación de los productos y actividades realizadas ha sido un conjunto de estándares que han tratado de integrar los estándares internacionales y la idiosincrasia de los sistemas financieros de la región. Para ello se ha tratado de aplicar los criterios de (i) “explicitación” de modos de organización de los mercados, que en los países desarrollados no constituyen estándares a cumplir por ser la forma habitual de funcionamiento de los mercados; (ii) “gradualidad en la complejidad técnica”, para establecer una secuencialidad y jerarquía de los estándares y acciones propuestas; y (iii) “aplicabilidad de políticas públicas”, con el fin de que las decisiones políticas de organización de los mercados no contradijera los aspectos técnicos que en el futuro permitirían el desarrollo del mercado.
- Los diagnósticos y planes de acción han permitido clasificar los países de la región en tres grupos dependiendo de su grado de desarrollo y del esfuerzo que tendrán que realizar para desarrollar sus mercados. En el grupo I se encuentran Costa Rica y Panamá, con mercados primarios de corto plazo bien organizados y con personal capacitado par seguir con la reforma. Su principal deficiencia se encuentra en una fuerte dependencia de los mercados externos y en un escaso desarrollo de los mercados secundario mayoristas. En el grupo II se encuentran Nicaragua, El Salvador y Guatemala; se trata de países con mercados primarios incipientes y planes en vías de ejecución de estandarización y regularización de sus políticas de emisión y cuentan con personal calificado y comprometido para realizar los cambios. En el grupo III se encuentran Honduras y República Dominicana, países que se encuentran comprometidos con el proyecto pero tiene dificultades

estructurales y técnicas para la implementación de los planes de acción. Los países que requieren de un mayor apoyo técnico son los países de los grupos II y III.

- De forma genérica se pueden clasificar los obstáculos para desarrollar los mercados de deuda pública en la región en cinco aspectos relativos a las políticas públicas y a aspectos técnicos: (i) la organización de política de financiamiento con mecanismos inestables como emisiones de deuda externa o emisiones de deuda interna siguiendo patrones poco regulares; (ii) la participación de los Bancos Centrales en el mercado para financiar el déficit cuasifiscal de forma que se financia la totalidad del déficit cuasifiscal con títulos de muy corto plazo, generando una alta volatilidades en el costo de estas emisiones, así como un mayor costo; (iii) el “Status quo” de las Bolsas de Valores, que dificulta la organización de mercados mayoristas; (iv) las dificultades en la programación financiera y en aspectos técnicos del diseño de emisiones; y (v) el desconocimiento de aspectos técnicos y operativos de las infraestructuras.
- El objetivo de la consultoría era establecer los estándares regionales en todos los países participantes del Proyecto, que permitan coordinar las iniciativas locales de desarrollo de los mercados de deuda pública, con el objetivo de desarrollar un mercado regional en Centroamérica, Panamá y República Dominicana. Los productos esperados eran elaborar (i) un diagnóstico de cada mercado de deuda pública; (ii) una propuesta de Plan de Acción para cada país, que incluyera las prioridades acordadas por las autoridades de cada país; (iii) una propuesta de estándares regionales de organización del mercado; (iv) los requisitos y medios necesarios para la implementación de los estándares. Este Informe debe tenerse como complementario al presentado por el Consultor Principal del Proyecto, pues el desarrollo de ambas consultorías debió realizarse en estrecha comunicación y trabajo conjunto.

## **2. ANTECEDENTES**

El punto de partida conceptual de la consultoría fue el documento “*Mercados de Liquidez y de Deuda Pública en Centroamérica*”, Octubre de 1999, en el cual se realiza una diagnósticos detallado de los mercados de deuda pública interna bonificada (en adelante solo deuda pública o deuda interna) de la región y se proponen un conjunto de recomendaciones para el desarrollo de dicho mercado. Este informe, a pesar de haberse realizado dos años antes del inicio del presente proyecto, tenía todavía validez.

## **3. OBJETIVOS Y METODOLOGIA**

El objetivo de la consultoría fue establecer un marco de acción pragmática y realista que permita a los países de la región trabajar de forma coordinada en la construcción de un mercado regional de deuda pública sobre la base de mercados nacionales estables y líquidos de deuda interna.

### **3.1 Marco conceptual del proyecto**

La elaboración de los estándares, diagnósticos y planes de acción del proyecto se inicia con cinco hipótesis de partida sobre los mercados de deuda pública nacionales, en

las que los países de la región estuvieron de acuerdo. A continuación se resumen dichos principios:

- a) De forma complementaria a las políticas macroeconómicas dirigidas a disminuir el “stock” o saldo de deuda pública de cada uno de los países de la región, se deben establecer políticas públicas destinadas a gestionar dicho “stock” al menor costo y de forma sostenible.
- b) Es deseable, en la medida de lo posible, el financiamiento del déficit público con deuda interna, y preferiblemente en moneda local, ya que esto permite una mayor estabilidad y un menor costo de la deuda pública.
- c) La perspectiva regional permitirá apelar con mayor facilidad al ahorro del resto de la región y por tanto intensificar las inversiones cruzadas que ya existen en la actualidad. Se trata de un proceso que contribuirá a una mayor eficiencia y capacidad de gestión del riesgo regional, en el contexto actual de integración de grupos financieros en la región.
- d) La perspectiva regional con estándares internacionales permitirá una mayor masa crítica de valores y, por tanto, facilita la apelación al ahorro internacional, que en la actualidad solo invierte en deuda externa de los países de la región.
- e) El desarrollo de mercados de deuda interna contribuye a la estabilidad y eficiencia de los sistemas financieros nacionales, ya que permite establecer mercados de gestiones de liquidez eficientes, indispensables para el buen funcionamiento de los mercados interbancarios y de los sistemas de pagos.

### **3.2 Productos realizados en el marco de la consultoría**

De forma sintética, y de acuerdo con lo establecido en los términos de referencia, la consultoría abarca los siguientes productos que se incluyen en el Anexo:

#### **3.2.1 Producto 1: Conjunto de Estándares Regionales**

Un conjunto de estándares para la región en cada una de las ocho áreas identificadas como relevantes para la construcción de un mercado de deuda pública. Estos estándares constituyen los objetivos de los planes de trabajo de cada país para desarrollar un mercado regional de deuda pública (Ver Anexo No. A-1).

El objetivo de estos estándares es equiparar los mercados de los países involucrados en el proyecto, a los mercados desarrollados. Sin embargo, dada la idiosincrasia de la región, era necesario seguir una serie de pautas especiales en la elaboración de los estándares:

- **Explicitación:** en mercados desarrollados existen prácticas que se han asimilado desde hace tiempo en dichos mercados y, por tanto, no constituyen un estándar, ya que son una práctica habitual que no es cuestionada en ningún mercado. En el caso de Centroamérica era necesario conocer con detalle la situación de los mercados de cada país, con el fin de incluir en los estándares aspectos que constituyen un impedimento para el desarrollo de sus mercados, y que en mercados desarrollados se dan por hechos.

- **Gradualidad en complejidad técnica:** la formulación de los estándares y su clasificación trató de establecer implícitamente una secuencialidad y jerarquización, de forma que hubiera claridad entre las dependencias y articulación de los estándares.
- **Aplicabilidad de políticas públicas:** en aquellos estándares en los que se requiere respaldo político, se establecieron diferentes grados que pudieran conducir de forma gradual a su implementación. En los casos en fuera posible, se trató de separar con claridad los aspectos técnicos de los políticos, con el fin de que el proceso de decisión política no ralentizara el avance de acciones puramente técnicas.

### **3.2.2 Producto 2: Diseño y programa de los talleres**

El diseño de estos talleres tenía que cumplir los objetivos de nivelar conocimientos técnicos en cada uno de los temas, referirse a las prácticas internacionales más habituales y poner énfasis en aquellos aspectos de mayor relevancia para la región. El índice temático de cada taller tenía como objetivo cubrir de forma articulada los aspectos mencionados. Adicionalmente, se requería llevar a cabo un proceso de coordinación con los capacitadores de los diferentes talleres con el fin de que las ponencias tuvieran de forma implícita lo referente de los problemas encontrados en los mercados de deuda de la región. Durante los talleres se realizaron diversas ponencias con el fin de tratar el contexto centroamericano en relación con los estándares internacionales expuestos por los expertos.

### **3.2.3 Producto 3: Diagnósticos para cada uno de los siete países involucrados en el proyecto**

Estos documentos fueron elaborados siguiendo la estructura de los estándares, de forma que cada país pudiera ver su situación en relación con ellos, y que además fueran comparables. Se realizaron varias reuniones de recopilación de insumos y de discusión de las primeras versiones con cada uno de los países (Ver Anexo No. A-2).

### **3.2.4 Producto 4: Planes de acción para cada uno de los siete países involucrados en el proyecto**

Estos documentos, al igual que los diagnósticos, fueron elaborados siguiendo el guión de los estándares en sus primeras versiones, toda vez que la última versión se completó hasta el final del proyecto, cuando se llevó a cabo el último taller de capacitación. Lo anterior con el objetivo de establecer un documento base comparable a nivel regional, con actividades, productos y responsables para el cumplimiento de cada uno de los estándares. Se realizaron sesiones de trabajo con cada uno de los países para discutir los planes de acción de forma que fueran aplicables en cada uno de los países (Ver Anexo No. A-2).

### **3.2.5 Productos complementarios**

Se trata de productos no contemplados originalmente en los términos de referencia pero que fueron propuestos en el curso del proyecto con el fin de darle un mejor apoyo al cumplimiento de los objetivos del programa.

Los productos complementarios (PC) realizados fueron los siguientes:

- **PC 1: Cuestionario sobre sistema financiero.** Se trata de un cuestionario detallado de 128 preguntas organizadas en bloques temáticos sobre temas del sector financiero de cada país, relevantes para la construcción del mercado de deuda pública. Este tenía un doble objetivo: (i) Obtener información para completar los insumos de las visitas para la elaboración de los diagnósticos, y (ii) Concienciar a cada uno de los países sobre la relaciones de las diferentes áreas del sector financiero en la construcción de los mercados de deuda pública. Dicho cuestionario se incluyó como Anexo A-1 del Informe del Asesor Principal del proyecto, por lo que no se incluye en este Informe.
- **PC 2 Secuencia de implementación de los estándares en cuatro fases.** Se establecen cuatro fases de implementación gradual de los estándares. El énfasis es que la aplicación de los estándares sea viable tanto desde el punto de vista político como técnico (Ver Anexo No. A-3).
- **PC 3 Detalle de implementación de la primera fase en la aplicación de los estándares.** Se establece un conjunto de estándares con los cuales hubo consenso entre los países para ser metas para diciembre de 2003. Con el fin de asegurar la viabilidad de su cumplimiento, se desglosaron algunos estándares en una ruta crítica que permitiera su cumplimiento de forma gradual en el curso de cuatro años. En el caso de la primera fase, se detalló la selección de cada uno de los estándares y el objetivo que se pretendía alcanzar (Ver Anexo No. A-4).
- **PC 4 Indicadores cuantitativos de cumplimiento de estándares.** Se establece un conjunto de indicadores cuantitativos para medir y comparar el grado de avance en el cumplimiento de los estándares (Ver Anexo No. A-5).
- **PC 5 Presentaciones en talleres y en visitas a países.** Con el fin de contextualizar los estándares a la realidad centroamericana, así como de atender dudas específicas de cada uno de los países, se prepararon presentaciones específicas sobre los estándares. La mayor parte de estas presentaciones se encuentran incluidas en los documentos de los talleres, pues se fueron modificando y complementando según la temática particular de cada taller (Ver sitio Web de la Secretaría Ejecutiva, [www.secmca.org](http://www.secmca.org), donde se encuentran todas las presentaciones en “power point” que se hicieron en los talleres. También el BID tiene copia de ellas).

### 3.3 Metodología de trabajo

Los productos mencionados en el punto anterior se articulan entorno a los estándares regionales. La realización de estos productos se realizó de forma paralela, con el fin de que existiera suficiente coherencia entre todos ellos. A modo de ejemplo, la elaboración de los estándares estaba relacionada con la orientación de los programas de cada uno de los talleres, y a su vez se tenía cierta dependencia de los insumos obtenidos de los diagnósticos. A continuación se presenta una matriz que muestra la forma en que se articularon los productos mencionados en el punto anterior y las actividades que los respaldaron.

	<b>Componente</b>	<b>Actividades y productos</b>	<b>Objetivo</b>
<b>1. E S T A N D A R E S  R E G I O N A L E S</b>	<b>2. TALLERES</b>	Programas de talleres	Articular los talleres en los 8 temas relevantes para la construcción del mercado de deuda pública.  Establecer un marco de capacitación relevante para el estadio de desarrollo de la región.
		Participación en seguimiento de taller y realización de presentaciones específicas	Garantizar el entendimiento y aplicabilidad de la capacitación impartida al contexto centroamericano.
		Documento con ocho bloques de estándares (por cada tema identificado para cada taller) con explicación de su relevancia y opciones prácticas para ser aplicados	Establecer un consenso entre los representantes de los países de estándares relevantes y aplicables en la región.
	<b>3. DIAGNOSTICOS</b>	Cuestionario detallado (128 preguntas organizadas en bloques temáticos) sobre temas del sector financiero de cada país relevantes para la construcción del mercado de deuda pública	Obtener información que complete los insumos de las visitas para la elaboración de los diagnósticos.  Concienciar a cada uno de los países sobre la relaciones de las diferentes áreas del sector financiero en la construcción de los mercados de deuda pública
		Sesiones de trabajo con Grupos Nacionales de recopilación de información, de discusión de los estándares por país, y discusión de primeras versiones de diagnósticos.	Recoger insumos para el documento de diagnóstico y ampliar detalles de estándares a la realidad de cada país.
		Documento de diagnóstico por cada país.	Estructurar el diagnóstico alrededor de los estándares con el fin de facilitar la valoración de cada país en relación con dichos estándares.

	<b>Componente</b>	<b>Actividades y productos</b>	<b>Objetivo</b>
	<b>4. PLANES DE ACCION</b>	Sesiones de trabajo con grupos nacionales de discusión de prioridades, contenido de los planes de acción, y primeras versiones de planes.	Recoger insumos y consensuar con cada país actividades, productos y responsables para el cumplimiento de cada uno de los estándares.
		Documento de Plan de Acción por cada país	Establecer un documento base comparable a nivel regional con actividades, productos y responsables para el cumplimiento de cada uno de los estándares.
	<b>5. ESQUEMA DE SEGUIMIENTO REGIONAL DE LOS ESTANDARES</b>	Presentaciones y coordinación técnica de sesiones de trabajo del Comité de Regional de Estándares	Seguimiento de cumplimiento de planes de acción y apoyo técnico en obstáculos encontrados.
		Documento de implementación de los estándares en cuatro fases	Establecer cuatro fases de implementación de los estándares (en cuatro años) de forma que sean viables desde el punto de vista técnico y político.
		Documento de indicadores cuantitativos de cumplimiento de estándares	Establecer indicadores cuantitativos que permitan medir y comprar el grado de avance en el cumplimiento de los estándares.

A continuación se expone un resumen de la orientación y resultados de cada uno de los componentes señalados en la matriz.

#### **4. CONDICIONES BASICAS Y ESTANDARES 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. Como se ha mencionado antes, los diagnósticos y planes de acción se articulan entorno a los estándares. A continuación se presentan los encabezados de dichas condiciones básicas y estándares. Como Anexo No. A-1 se incluye su desarrollo. No se ahonda más en ellos porque también fueron desarrollados en las páginas 9 a 13 del Informe del Consultor Principal del proyecto, Juan Antonio Ketterer.

#### **4.1 Condiciones básicas**

- Liderazgo del Gobierno en la construcción del mercado mayorista nacional de deuda pública bonificada, con fundamento en los estándares regionales.
- Organización de Comités de Coordinación (Técnico y de Dirección) con suficientes competencias y con reuniones periódicas.
- Diagnósticos y Planes de Acción como guía del proceso de transformación.
- Participación activa en el Comité Técnico de Estándares Regionales (CTER), como instancia técnica de coordinación regional.
- Enlaces eficaces sector público-sector privado, a efecto de armonizar criterios y políticas y facilitar la instrumentación de los estándares regionales.

#### **4.2 Estándares Regionales**

- Organización del Mercado Primario: procedimientos y políticas de estandarización.
- Gestión Integral del Pasivo Estatal (GIPE).
- Organización de Mercados de Liquidez y Política Monetaria.
- Organización de Mercados Secundarios Mayoristas Nacionales.
- Infraestructura: Compensación y Liquidación de Valores y Sistemas de Pagos.
- Convenciones de Cálculo de la Deuda Pública.
- Regulación de la Inversión Colectiva y de los Mercados Secundarios de Deuda Pública.
- Desarrollo del Mercado Mayorista Secundario Regional de Deuda Pública.

### **5. TALLERES DE CAPACITACION Y ELABORACION DE ESTANDARES**

El diseño de estos talleres tenía que cumplir los objetivos de nivelar conocimientos técnicos en cada uno de los temas, referirse a las prácticas internacionales más habituales y poner énfasis en aquellos aspectos de mayor relevancia para la región. El índice temático de cada taller tenía como objetivo cubrir de forma articulada los aspectos mencionados. Adicionalmente, se llevaba un proceso de coordinación con los capacitadores de los diferentes talleres con el fin de que las ponencias tuvieran de forma implícita el referente de los problemas encontrados en los mercados de deuda de la región. En el desarrollo de este componente del Programa, la consultora cumplió un papel de asesoría y apoyo, tanto previa como durante el desarrollo de los distintos talleres, en coordinación estrecha con el Asesor Principal, como del Asesor Técnico.

El contenido detallado de los Talleres también está en las páginas 32 a 36 y en el Anexo A-6 del Informe del Consultor Principal, Juan Antonio Ketterer. A manera de referencia y con el objeto de mantener en este informe todas las referencias a los principales componentes del proyecto, a continuación se presenta el tema, sede y fecha en que se realizaron los talleres:

<b>TEMA DE LOS TALLERES</b>	<b>PAÍS SEDE</b>	<b>FECHA</b>
1. Mercado primario de deuda pública	El Salvador	3-5 Octubre de 2001
2. Mercado secundario de deuda pública	Honduras	21-23 Noviembre de 2001
3. Convenciones de cálculo de la deuda pública	Costa Rica	15-17 Mayo de 2002
4. Política Monetaria y Sistemas Pagos	Guatemala	10-12 Julio de 2002
5. Anotación en Cuenta, Compensación y Liquidación de Valores	Panamá	23-25 Octubre de 2002
6. Gestión de Deuda Pública, Deuda Cuasifiscal y sus implicaciones para las Políticas Monetaria y Fiscal y los Mercados Secundarios	República Dominicana	4-6 Diciembre de 2002
7. 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 Febrero de 2003
8. 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 Marzo de 2003

Los talleres fueron impartidos por consultores especializados en cada tema y estaban dirigidos a funcionarios de las instituciones públicas involucradas en el proyecto. Los resultados de este componente fueron muy satisfactorios, pues se logró una alta participación de delegados y la conformación paulatina de los estándares regionales, uno de los productos principales de cada taller.

Finalmente, tanto los asistentes a los talleres como los consultores del proyecto, coincidieron en recomendar a la instancia regional de gobierno que corresponda, la adopción de esos estándares mediante un acuerdo formal, para que su instrumentación tenga más apoyo político y verdaderamente cumpla la función de guiar el proceso de armonización de los mercados de deuda pública.

## **6. DIAGNÓSTICOS Y PLANES DE ACCIÓN**

A continuación se comentan de forma general las principales conclusiones de los diagnósticos y planes de acción. Los obstáculos encontrados se pueden clasificar en dos grandes tipos.

El primero, está relacionado con aspectos de políticas públicas en el sector financiero, y tiene una alta dependencia de la agenda política de cada gobierno y de su margen de maniobra frente a la coyuntura del país. Además, hay una fuerte dependencia de la posición de los diferentes grupos de interés en el marco de la modernización financiera de cada país. Estos aspectos son los que en el documento de diagnóstico regional realizado en 1999 se denominaron “aspectos estratégicos” y “aspectos institucionales”.

El segundo tipo de obstáculos está relacionado con los requerimientos de capacitación sobre la organización de los mercados de deuda pública y los detalles de su funcionamiento. Estas barreras se resuelven con capacitación y asistencia técnica.

Las actividades realizadas en el proyecto han tratado ambos aspectos de acuerdo con la circunstancia de cada país. En lo que se refiere a los aspectos de política públicas, se ha buscado ampliar el margen de opciones y establecer propuestas de gradualidad en la aplicación de las reformas. Esto con el fin de que los responsables de adoptar las políticas de cada país sean conscientes de las opciones estratégicas que podrían deparar un futuro mercado internos de deuda pública, así como de las decisiones que claramente se desvían de este objetivo.

En lo que se refiere a la parte técnica, se han cubierto aspectos de diseño y de implementación a diversos niveles dependiendo del “expertise” del país y de su estadio de desarrollo. Desde esta perspectiva y en relación con los diagnósticos y planes de acción para cada país, se puede hacer una clasificación de ellos en tres grandes grupos: (i) Costa Rica y Panamá; (ii) Nicaragua, El Salvador y Guatemala; y (iii) Honduras y República Dominicana. Las referencias a las características de cada grupo y al énfasis puesto en los planes de acción se presentan en la siguiente matriz, que se explicativa por sí misma. Cabe señalar que esta clasificación no implica una valoración del grado de compromiso de cada país con el proyecto, sino que trata de reflejar el nivel de desarrollo del mercado de valores, y por tanto, del peso del apoyo que requerirán para seguir en su proceso de modernización. En los documentos de diagnóstico y planes de acción aparecen los temas que requieren mayor detalle.

<b>Grupo</b>	<b>País</b>	<b>Énfasis recomendado de los planes de acción</b>
<p><b><u>Grupo 1</u></b></p> <p>Se han implementado los principios básicos de organización del mercado primario para las emisiones de corto plazo y los técnicos tienen suficiente capacidad para continuar con las emisiones de mediano plazo.</p> <p>Hay deficiencias en la organización de los mercados secundarios por la alta dependencia institucional de las Bolsas de Valores.</p>	<p><b>Costa Rica</b></p>	<p>-Aplicar los principios de estandarización y subasta regular a las emisiones de mediano y largo plazo.</p> <p>-Disminuir la dependencia de colocaciones a entidades públicas con emisiones especiales (TUDES).</p> <p>- Eliminar el monopolio de la bolsa y abrir el mercado secundario a la participación de los bancos.</p>

	<b>Panamá</b>	<p>-Ampliar los volúmenes de deuda interna de mediano y largo plazo a los que se les aplican los principios de estandarización y subasta.</p> <p>-Disminuir la dependencia de emisiones especiales a entidades públicas.</p> <p>-Modernizar la infraestructura de compensación y liquidación de valores.</p>
<b>Grupo</b>	<b>País</b>	<b>Énfasis recomendado de los planes de acción</b>
<p><b><u>Grupo 2</u></b></p> <p>Hay planes avanzados y capacidad técnica para organizar el mercado primario de acuerdo a los principios de estandarización y subasta.</p> <p>Salvo en el caso de Nicaragua, ningún país ha iniciado su proceso de estandarización en el corto plazo.</p> <p>No existe todavía un mercado habituado a participar de forma estable y predominante en el mercado de deuda pública.</p> <p>Hay deficiencias en la organización de los mercados secundarios por la alta dependencia institucional de las Bolsas de Valores.</p>	<b>Nicaragua</b>	<p>-Continuar con la política recién iniciada de estandarización y emisión por subasta.</p> <p>-Disminuir la dependencia de emisiones especiales a entidades públicas o al sector privado.</p> <p>-Disminuir la dependencia de la Bolsa de Valores para la organización del mercado secundario.</p> <p>-Modernizar la infraestructura de liquidación de valores</p>

	<b>El Salvador</b>	<p>-Iniciar la ejecución de lo planes de estandarización y subasta regular para el corto plazo con criterios de gradualidad</p> <p>-Homogeneizar el diseño de las emisiones y de su colocación entre el Banco Central y el ministerio de Hacienda</p> <p>-Disminuir la dependencia de la Bolsa de Valores para la organización del mercado secundario.</p> <p>-Modernizar la infraestructura de liquidación de valores</p>
	<b>Guatemala</b>	<p>-Iniciar la ejecución de lo planes de estandarización y subasta regular para el corto plazo con criterios de gradualidad</p> <p>-Disminuir la dependencia de emisiones especiales a entidades públicas o al sector privado.</p> <p>-Disminuir la dependencia de la Bolsa de Valores para la organización del mercado secundario.</p> <p>-Modernizar la infraestructura de liquidación de valores</p>

<b>Grupo</b>	<b>País</b>	<b>Énfasis recomendado de los planes de acción</b>
<p><b><u>Grupo 3</u></b></p> <p>No existen todavía planes concretos de estandarización de las emisiones de corto plazo. Se percibe la necesidad de bastante apoyo técnico para la implementación de estos planes.</p> <p>Hay deficiencias en la forma de emisión de los títulos para que puedan ser negociados en mercado secundario. Por lo que este mercado es casi inexistente.</p> <p>De forma teórica se mantiene el patrón de dependencia institucional de las Bolsas que aparece en los otros grupos, aunque por ser muy exiguo el mercado secundario hay más margen para organizar un mercado más competitivo cuando existan las condiciones.</p> <p>Las infraestructuras de registro y liquidación de valores son muy deficientes.</p>	<p><b>Honduras</b></p>	<p>-Iniciar el diseño de los planes de estandarización y subasta regular para el corto plazo con criterios de gradualidad</p> <p>-Disminuir la dependencia de emisiones especiales a entidades públicas o al sector privado.</p> <p>-Disminuir la dependencia de la Bolsa de Valores para la organización del mercado secundario.</p> <p>-Diseñar y construir una infraestructura de liquidación de valores</p>
	<p><b>República Dominicana</b></p>	<p>-Iniciar el diseño de los planes de estandarización y subasta regular para el corto plazo con criterios de gradualidad</p> <p>-Disminuir la dependencia de emisiones especiales a entidades pública u otras instituciones, y homogeneizar las emisiones.</p> <p>-Evitar la dependencia de la Bolsa de Valores para la organización del mercado secundario.</p> <p>-Diseñar y construir una infraestructura de liquidación de valores</p>

## **7. REFLEXIONES FINALES**

De forma genérica se pueden clasificar los obstáculos para desarrollar los mercados de deuda pública en la región en cinco aspectos relativos a las políticas públicas y a aspectos técnicos: (i) la organización de política de financiamiento con mecanismos inestables; (ii) la participación de los Bancos Centrales en el mercado para financiar el déficit cuasifiscal; (iii) el “Status quo” de Bolsas, que dificulta la organización de mercados mayoristas; (iv) las dificultades en la programación financiera y en aspectos técnicos del diseño de emisiones; y (v) el desconocimiento de aspectos técnicos y operativos de las infraestructuras. A continuación se hace una referencia a cada una de ellas.

### **7.1 Organización de política de financiamiento con mecanismos inestables**

El escaso desarrollo de los mercados financieros de los países impide que el grueso del financiamiento del déficit sea realizado con emisiones domésticas. Esto ha tenido como consecuencia que los países han recurrido a formas de financiamiento dependientes de instituciones públicas o de los mercados internacionales por medio de emisiones externas en divisas. Ambos tipos de financiamiento no son sostenibles a largo plazo. En el caso de las instituciones públicas, se pueden generar situaciones de desfinanciamiento de determinados servicios públicos, y en el caso de las emisiones extranjeras, se somete al país a un alto riesgo cambiario y a la dependencia de la volatilidad de mercados que frecuentemente son ajenos a la realidad del país. En toda la región, en los últimos dos años, se ha seguido un proceso intenso de sustitución de deuda interna por deuda externa.

En el marco del proyecto se puso énfasis en aquellas decisiones de organización de los mercados primarios y secundarios que permitan, de forma gradual, ir preparando al mercado doméstico para que pueda absorber un mayor volumen de emisiones de valores.

En este sentido, es de gran importancia que, aunque los mercados domésticos no constituyan en este momento el grueso del financiamiento, las decisiones de su organización vayan en la dirección de cumplir con los estándares, de forma que se pueda disminuir la dependencia de mercados internacionales o de las colocaciones directas de emisiones desestandarizadas a las instituciones públicas.

### **7.2 Participación de los Bancos Centrales en el mercado para financiar el déficit cuasifiscal**

En la mayor parte de los países existe un alto déficit cuasifiscal que es financiado por parte del Banco Central con emisiones de corto plazo. Estas emisiones se realizan en conjunto con las emisiones normales de regulación de la liquidez del sistema financiero. Esta circunstancia tiene como consecuencia una alta volatilidad en el costo del financiamiento del déficit cuasifiscal. Una de las recomendaciones clave del proyecto ha sido establecer una separación más clara entre emisiones de regulación de la liquidez y emisiones de financiamiento del déficit fiscal, con el fin de que los criterios de financiamiento del déficit cuasifiscal sean similares a los que se aplican a las emisiones del Ministerio de Hacienda o Finanzas. Esto implica que se sigan las recomendaciones de estandarización, emisión por subasta regular y alargamiento progresivo de los plazos de emisión. La implementación por parte del Banco Central de estas recomendaciones permitiría establecer los estándares recomendados para un volumen de títulos con masa crítica suficiente para organizar los mercados internos de deuda pública.

### **7.3 “Status quo” de Bolsas dificulta la organización de mercados mayoristas**

Por razones históricas la mayor parte de los países de la región han organizado sus mercados de liquidez en las bolsas de valores. Esto implica en este momento una alta dependencia de los puestos de bolsa con insuficiente capitalización para operaciones de grandes volúmenes, y de las infraestructuras de las bolsas diseñadas para mercados de tipo minoristas. Un cambio en esta situación genera de forma natural una fuerte oposición por parte de las bolsas y de sus miembros. En el marco del proyecto se ha recomendado incluir a las bolsas en el proceso de su propia apertura, de forma que su “expertise” en sistemas de negociación sea aprovechado para la organización de mercados secundarios de tipo mayorista, fuera del marco institucional actual. Esto permitiría que las bolsas de valores que lo deseen, se conviertan en proveedores de servicios a usuarios diferentes de los puestos de bolsa que la integran. La forma de alcanzar el consenso en este tema en cada país es diferente, por ello se ha puesto mucho énfasis en la necesidad de organizar grupos mixtos entre el sector público y el sector privado, de forma que ambos conozcan con claridad el alcance de las reformas propuestas y se establezcan los consensos necesarios.

### **7.4 Dificultades en programación financiera y en aspectos técnicos del diseño de emisiones**

En los países del grupo 2 y 3 que se reseñaron en la matriz de la sección anterior, la principal dificultad para diseñar un programa de emisión estable y regular ha sido la escasez de información para realizar una programación financiera que permita anticipar los flujos de caja de la Tesorería. Adicionalmente, en estos países no se tenía conocimiento técnico del diseño de las subastas, diseño de los títulos, cálculo de convenciones, etc. Estos aspectos fueron cubiertos desde diferentes ángulos en los talleres de capacitación y en las diferentes visitas de diagnóstico y discusión de los planes de acción.

### **7.5 Desconocimiento de aspectos técnicos y operativos de las infraestructuras**

Como se explicó en el punto 7.3 existe una fuerte dependencia de las bolsas en la organización de los mercados secundarios y en los servicios de liquidación de valores. Esto ha tenido un doble impacto negativo para la organización de mercados mayoristas. En primer lugar, los mecanismos de liquidación se han diseñado para liquidar operaciones bursátiles que son en su mayor parte minorista. Por tanto los mecanismos de liquidación son de tipo multilateral y se realizan en “batch” una vez al día, mientras que los mercados mayoristas requieren una liquidación bilateral y en tiempo real. En segundo lugar, el expertise de liquidación de los valores sólo se ha desarrollado en las bolsas y para operaciones minoristas. Los bancos centrales han permanecido ajenos a los aspectos operativos y técnicos de la liquidación de valores. Esto ha impedido que se tuviera, hasta muy recientemente conciencia de la importancia de los sistemas de liquidación de valores para la gestión de la liquidez, y por tanto, su relevancia para el Banco Central en tanto que rector del sistema financiero.

En el marco del proyecto se le ha dado una gran importancia a la capacitación en los aspectos estratégicos, operativos y técnicos de la liquidación de valores. Esto ha contribuido a que haya una mejor conciencia en los Bancos Centrales sobre la importancia de este tema. Asimismo, en los países en los que se ha definido que la bolsa

continúe brindando este servicio, los Bancos Centrales cuentan con mejor criterio para exigir el servicio de liquidación en condiciones que permita liquidar operaciones bilaterales de tipo mayorista. El reto es que las bolsas, en tanto que entidades ajenas a los mercados mayoristas, sean capaces de brindar estos servicios en condiciones adecuadas.

## **8. CONCLUSIONES**

El objetivo de la consultoría era establecer los estándares regionales en todos los países participantes del Proyecto, que permitan coordinar las iniciativas locales de desarrollo de los mercados de deuda pública, con el objetivo de desarrollar un mercado regional en Centroamérica, Panamá y República Dominicana. Los productos esperados eran elaborar (i) un diagnóstico de cada mercado de deuda pública; (ii) una propuesta de Plan de Acción para cada país, que incluyera las prioridades acordadas por las autoridades de cada país; (iii) una propuesta de estándares regionales de organización del mercado; (iv) los requisitos y medios necesarios para la implementación de los estándares. Además de lo anterior, era responsabilidad de la consultora apoyar la elaboración del programa de los Talleres y asistir y apoyar su desarrollo; y realizar sesiones de trabajo con los representantes de cada país sobre los estándares regionales y su relación con los planes de desarrollo del mercado de deuda pública.

Según se puede desprender del contenido del presente Informe, se cumplió a cabalidad con los términos de referencia, y en varios aspectos más bien los productos rebasaron lo esperado.

En todo caso, este Informe debe tenerse como complementario al presentado por el Consultor Principal del Proyecto, pues el desarrollo de ambas consultorías debió realizarse en estrecha comunicación y trabajo conjunto.