

PROGRAMA DE ARMONIZACIÓN DE LOS MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA DE CENTROAMÉRICA, PANAMA Y REPUBLICA DOMINICANA

**Secretaría Ejecutiva
Consejo Monetario Centroamericano
Sitio Web: www.secmca.org**

Introducción

Los mercados nacionales del Istmo Centroamericano y República Dominicana (región) son muy pequeños para desarrollar, individualmente y con eficiencia, los mercados de deuda pública. Además, desde el exterior se visualiza a casi toda la región como un único espacio comercial y financiero. Por otra parte, las entidades financieras, otrora nacionales de los países, ya se están extendiendo por toda la región bajo diferentes modalidades: fusiones entre bancos; adquisiciones de bancos establecidos; alianzas estratégicas, etc. Estas modalidades sin duda se irán ampliando con celeridad en el futuro próximo, a efecto de lograr un mayor fortalecimiento financiero de las entidades y poder insertarse con mayor probabilidad de éxito en el proceso de globalización.

En este contexto, el Proyecto *“Armonización de los Mercados de Deuda Pública de Centroamérica, Panamá y República Dominicana”* (en adelante “el proyecto”) que desarrolla la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario (SECMCA), en su primera fase con la cooperación técnica del Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), y contando con la decidida participación y respaldo de los Bancos Centrales, Ministerios de Hacienda o Finanzas y de los Entes Reguladores de los mercados de valores de la región, tiene como objetivo desarrollar los mercados nacionales de deuda pública interna bonificada, como un esfuerzo hacia la organización de un mercado regional de deuda pública, que opere en condiciones de mayor competencia y liquidez para los emisores e inversionistas y con una amplia masa de valores.

Lo anterior permitirá, entre otros resultados positivos, profundizar los mercados de valores e impulsar la conformación de un mercado regional de capitales, que hará a la región menos vulnerable a los choques financieros externos, siendo así más atractiva para los inversionistas internacionales; creará las condiciones que permitan de forma simultánea minimizar el costo de la deuda pública, garantizando la estabilidad de su financiamiento; generará un mercado secundario líquido para que los bancos centrales puedan cumplir adecuadamente con su función de ejecutar la política monetaria mediante instrumentos de mercado; y apoyará la estabilidad del sistema financiero, creando los mercados y la infraestructura necesaria para que las entidades financieras utilicen instrumentos de mercado para gestionar su liquidez de forma eficiente, ayudando a fortalecer la estabilidad del sistema, al reducirse el riesgo de liquidez.

Fundamentos del Modelo de Mercado que se impulsa

La organización del mercado de deuda pública se fundamenta en siete principios básicos.

Primero: es básica la participación conjunta del sector público y del sector privado como estrategia de desarrollo del mercado; pero, por tratarse de un aspecto particular de política financiera del sector público éste asume el liderazgo, ejerciendo las tareas de regulación y supervisión.

Segundo: el énfasis se pondrá en desarrollar y profundizar el mercado interno de deuda pública, procurando que la mayor parte de esa deuda esté expresada en moneda doméstica para minimizar el riesgo cambiario y reducir el costo de financiamiento. Actualmente algunos países de la región están dando prioridad al euromercado, con mayores costes de emisión. La premisa de este enfoque es que el desarrollo del mercado nacional y regional también se vuelve importante en tanto que el mercado internacional no siempre está disponible o los costos de su acceso son mayores cuando se deteriora la situación económica de los países.

Tercero: es necesario establecer un programa de emisión de deuda pública regular y preanunciado, procurando disponer de suficiente masa de valores en todos los plazos. Este aspecto es fundamental para alcanzar una masa crítica de valores fungibles que generen la máxima liquidez en el mercado, para lo cual algunas Tesorerías de los países de la región deberán modificar la práctica actual de colocar de forma simétrica a sus necesidades de caja, o de realizar emisiones “a la medida” para instituciones públicas o programas especiales del Gobierno, como las dirigidas a brindar algún apoyo especial al sector agropecuario o a programas de vivienda, entre otros típicos.

Cuarto: la organización y desarrollo del mercado secundario de deuda pública requiere establecer una clara distinción conceptual entre el segmento mayorista y el segmento minorista o de “retail” del mercado. La base fundamental del modelo está en desarrollar el segmento mayorista, operado por intermediarios financieros de gran tamaño, básicamente los bancos, los inversionistas institucionales y los puestos de bolsa que estén suficientemente capitalizados. En ese mercado los intermediarios financieros intercambian títulos para reajustar los inventarios de sus carteras propias, o por cuenta de clientes grandes y de fondos de inversión y de pensiones. La distribución al pequeño inversor se conseguirá de manera “natural” a través de los canales de los intermediarios mayoristas. Así el pequeño inversor obtendrá mayores ventajas en términos de transparencia de precios y liquidez de sus inversiones.

Quinto: la implementación de la política monetaria debe apoyar la gestión de la liquidez en el sistema financiero; en ese sentido, la política de encajes legales en cuanto a su cobertura y metodología de cálculo y de cumplimiento apoye la gestión de liquidez, permitiendo que una gran parte del mismo pueda utilizarse para fines transaccionales (pagos de valores o transferencias bancarias). Adicionalmente, si existen facilidades lombardas de inyección de liquidez, éstas deben ser otorgadas por precio único y no mediante mecanismos de tasas escalonadas que puedan distorsionar el mercado.

Sexto: la infraestructura de liquidación de valores y de sistema de pagos debe organizarse en torno a los principios internacionales que se aplican en este campo.

Sétimo y último, los países de la región derivarán más beneficios si la organización y desarrollo de los respectivos mercados nacionales de deuda pública tiene como meta organizar un “Mercado Regional de Deuda Pública”, que si ese esfuerzo se queda solo al nivel nacional. Lo anterior por cuanto un mercado ampliado tendría mayor capacidad y atractivo para apelar al ahorro nacional e internacional.

Componentes del Programa desarrollado con la cooperación del BID

El Proyecto *“Armonización de los Mercados de Deuda Pública de Centroamérica, Panamá y República Dominicana”* se suscribió con el BID en abril de 2001 y se extendió

hasta mayo de 2003. El mismo se integró de tres componentes: a) definición de estándares para la organización de los mercados de deuda pública; b) organización de talleres de orientación y capacitación técnica; y c) instauración de un sistema regional de información y desarrollo de un Sitio Web.

En cuanto al **primer componente**, se integró, como resultado de los talleres de capacitación a que se hará referencia en el siguiente componente, un conjunto de estándares regionales para la armonización de los mercados de deuda pública, bajo los que se están diseñando los mercados nacionales de cada uno de los países y se construirá el espacio regional. Los estándares, en proceso de aprobación institucional, están agrupados en las siguientes ocho grandes áreas: **(i)** Organización del Mercado Primario: procedimientos y políticas de estandarización; **(ii)** Gestión Integral del Pasivo Estatal (GIPE); **(iii)** Organización de Mercados de Liquidez y Política Monetaria; **(iv)** Organización de Mercados Secundarios Mayoristas Integrados Nacionales; **(v)** Infraestructura: Compensación y Liquidación de Valores y Sistemas de Pagos; **(vi)** Convenciones de cálculo de la Deuda Pública; **(vii)** Regulación de la Inversión Colectiva y de los Mercados Secundarios de Deuda Pública; y **(viii)** Desarrollo de un Mercado Mayorista Secundario Regional de Deuda Pública. 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.

A continuación se hace una breve referencia del contenido de cada uno de esas secciones.

Organización del Mercado Primario. En esta área se define las políticas de emisión, como que la colocación debe efectuarse por subasta competitiva y corresponder a un programa regular y preanunciado de emisión, al cual tengan acceso solo los intermediarios capitalizados; la forma de tratar las colocaciones a entidades públicas; las características de los valores; su emisión por tramos; y la política de alargamiento progresivo de plazos, creando paulatinamente suficiente masa crítica en todos ellos.

Gestión del Pasivo (y Activo) Estatal. Contempla pautas de organización institucional para administrar la deuda; la necesaria coordinación que debe operar entre los bancos centrales y los ministerios de finanzas; la conveniencia de ir sustituyendo paulatinamente la deuda bonificada (eurobonos) por deuda bonificada interna y de la conversión de deuda especial por deuda estandarizada.

Organización de Mercados de Liquidez y Política Monetaria. Plantea separar las emisiones que corresponden a deuda cuasifiscal de las que se utilizan para regulación monetaria, en un afán de alargar los plazos de la primera; el planteamiento de darle prioridad a los bancos como contrapartes de las operaciones del Banco Central; se establecen las condiciones para impulsar la organización de mercados de liquidez de tipo mayorista; y se recomienda la utilización de deuda pública para instrumentar la política monetaria, o en su defecto, que las emisiones del Gobierno y del Banco Central ambos sean estandarizadas y coordinadas en plazos.

Organización de Mercados Secundarios Mayoristas Integrados Nacionales. Define los aspectos que deben seguirse para organizar estos mercados, bajo el liderazgo del sector público y proponiendo organizar la figura de los creadores de mercado, como un elemento primordial para profundizar los mercados y generar precios de referencia para los valores.

Infraestructura. En esta área se establecen una serie de principios que deben observarse en la construcción de sistemas eficaces y seguros de compensación y liquidación de valores y en los sistemas de pagos. En cuanto al sistema de compensación y liquidación de valores se señala que deben observar reglas de acceso y órganos de gobierno neutros; la inmovilización o desmaterialización irreversible; el registro de valores por saldo; aplicar códigos ISIN; la entrega debe ser contra pago (DVP); la liquidación bilateral y bruta en mercados mayoristas, y neta y multilateral para mercados minoristas; la liquidación de efectivo de operaciones con valores hacerla en las cuentas de reserva del Banco Central; tener el neteo de riesgos similares y mecanismos de gestión de riesgo. En relación con los sistemas de pagos, se establece la especialización de sistemas en alto y bajo valor; dar plenos derechos de participación solo a entidades bancarias; realizar pagos contra cuentas del banco central; establecer mecanismos de gestión de riesgos para esquemas de pagos multilaterales; e impulsar reformas legales para que los marcos jurídicos sean homogéneos y brinden la certeza y seguridad jurídica que requieren los mecanismos de pago en la región.

Convenciones de cálculo de la Deuda Pública. Establece los estándares de cálculo para que los precios y rendimientos en los países de la región sean comparables entre sí. Básicamente se siguen las convenciones internacionales para calcular esos indicadores.

Regulación de la Inversión Colectiva y de los Mercados Secundarios de Deuda Pública. Se integra de los siguientes estándares: **(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; y **(vii)** establecer un marco jurídico y de supervisión que permita tipificar y sancionar conductas relacionadas con manipulación de precios en el Mercado.

Estrategia general de desarrollo de un Mercado Mayorista Regional de Deuda Pública. Considera aspectos referidos a la forma como se alcanzaría el mercado regional, básicamente como resultado de la integración natural de los mercados nacionales desarrollados bajo los estándares regionales. También contempla el desarrollo de un Plan Estratégico Global para desarrollar el mercado integrado de deuda pública, siguiendo las líneas generales del Sistema Integrado de Deuda Pública; y pone énfasis en la coordinación de medidas sectoriales y la coordinación de regulaciones y estándares a nivel 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.

Planes de Acción. Con referencia a esos estándares, se elaboró un Plan de Acción para cada país participante, en el cual se definen las acciones que deben instrumentarse para su adopción. Dichas acciones se dividieron en cuatro fases, que se estima podrán ejecutarse durante el período 2003-2006. Para dar seguimiento al proceso, se constituyó el Comité Técnico de Estándares Regionales, el cual se reunirá periódicamente para dar seguimiento a la ejecución de los Planes de Acción y para abordar otros temas complementarios que ayudarán a la organización del mercado regional de deuda pública. La primera reunión del Comité se realizó en Nicaragua el pasado mes de setiembre, ocasión en que se revisaron nuevamente los estándares indicados y se definieron las acciones que deberán adoptarse en la primera fase del Plan de Acción, que se prevé ejecutarla durante el año 2003.

Por otra parte, 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, sobre diversos aspectos de la organización de los mercados de deuda pública. Con ese propósito se realizaron ocho talleres sobre temas específicos del proyecto, de tres días de duración cada uno. Estos fueron los siguientes:

Mercado Primario de Deuda Pública (El Salvador, octubre de 2001). Se dio capacitación en la estrategia y en los aspectos operativos relacionados con las emisiones de instrumentos de deuda del Ministerio de Hacienda y del Banco Central, poniéndose especial énfasis en aquellos aspectos de organización y de diseño del mercado primario que faciliten el desarrollo de los mercados secundarios.

Mercado Secundario de Deuda Pública (Honduras, noviembre de 2001). Se dio capacitación 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.

Convenciones de cálculo de Deuda Pública (Costa Rica, mayo de 2002). Se dio capacitación en las convenciones de valoración, cálculos de rendimientos y de curvas de tasas de interés, a utilizar en los mercados primario y secundario de deuda pública y en los mercados monetarios, así como su relación con los estándares regionales para la instrumentación de un mercado mayorista de deuda pública.

Política Monetaria y Sistemas de Pagos (Guatemala, 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.

Anotación en Cuenta, Compensación y Liquidación de Valores (Panamá, 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

conlleve 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.

Gestión de Deuda Pública, Deuda Cuasifiscal y sus implicaciones para la Política Monetaria y Fiscal y los Mercados Secundarios (República Dominicana, del 4 al 6 de diciembre de 2002). En este taller 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.

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 (Managua, Nicaragua, febrero de 2003). En este taller 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 monetaria y fiscal y en el desarrollo de los mercados secundarios de deuda pública.

El octavo y último taller versó sobre la ***“Regulación de los Mercados de Valores, de Deuda Pública y de gestión de la liquidez: Inversión Colectiva, Intermediarios y Mercados Secundarios*** (Costa Rica, del 26 al 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.

Finalmente, **el tercer componente** contempló la construcción de un del Sistema de Información de Deuda Pública, con base en el diseño y operación de un Sitio Web, donde pudiera reunir toda la información disponible de la deuda pública de los países de la región y que ésta pudiera ser fácilmente consultada por cualquier inversionista nacional o internacional. Cuando se ponga en funcionamiento, lo cual se espera para fines del año en curso, a través de este sistema se podrá acceder a información de los instrumentos, emisores, características de las subastas, cifras históricas de deuda pública, calificaciones (“ratings”) internacionales de los países, reportes económicos, eventos y noticias y enlaces relacionados en este tema. También, conforme se avance en la estandarización de la deuda,

podrán encontrarse cifras comparativas de precios y rendimientos según los distintos instrumentos.

Consideraciones Finales

Luego de establecidas las bases sobre las cuales construir los mercados nacionales y el mercado regional de deuda pública con la cooperación técnica no reembolsable del BID, se está iniciando una nueva etapa en la cual, los países están instrumentando sus respectivos Planes de Acción, cuyo plazo estimado de ejecución se extiende hasta mediados del año 2006. Por lo tanto, la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano continuará apoyando a los países en esa tarea, en la convicción de que ésta le traerá amplios beneficios a los países, en términos de un menor costo de la deuda pública; del desarrollo de un mercado secundario profundo de deuda pública, que le permitirá a las entidades financieras gestionar su liquidez y a la autoridad monetaria ejecutar su política monetaria de manera más eficaz; y de la creación de una infraestructura de compensación y liquidación de valores y un sistema de pagos más eficiente, seguro y transparente. Ya se ha concertado nueva cooperación técnica para esta nueva fase, del Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) y del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos de América.

Desde el punto de vista regional, ese proyecto es un paso trascendental en la aspiración de ir conformando paulatinamente un mercado centroamericano de capitales y que se pueda atraer mayor ahorro externo, ante la posibilidad de conformar carteras con valores públicos y privados de los distintos países de la región. Así lo han reconocido los Gobiernos de los países participantes, por lo que se le está brindando un amplio apoyo a la ejecución de esta iniciativa, plasmada en la implementación de los respectivos Planes de Acción.

San José, Costa Rica, Julio de 2003