



MERCADOS DE CAPITAL Y DE DEUDA PÚBLICA EN LA REGIÓN^{1/}

Jorge Barboza^{2/}

jbarboza@secmca.org

Mercado de Capitales y tamaño de las economías

1. El punto medular cuando se aborda el tema del desarrollo del mercado de capitales es el tamaño de las economías. Los países centroamericanos han demostrado que sus economías individualmente son muy pequeñas para aspirar a desarrollar mercados de capitales eficientes y profundos. Los impulsores del proceso de integración económica tenían bastante claro esta situación, por lo que así lo plantearon a principios de los años sesenta, cuando señalaron que la viabilidad de desarrollar los mercados de capitales estaba en la integración de los mercados nacionales. Lamentablemente esta iniciativa, como muchas otras, no tuvo éxito, pues el individualismo de los países prevaleció sobre la integración regional. No es de extrañar entonces que hoy, no obstante el importante desarrollo socioeconómico que han experimentado los países de la región en los últimos 45 años, los mercados nacionales de capitales siguen siendo muy subdesarrollados y limitados. Esto lo confirman los recientes estudios elaborados por el FMI sobre esta materia^{3/}.

2. El primer punto a resaltar entonces es que al inicio del siglo XXI una opción viable para desarrollar los mercados de capitales es la conformación de un mercado regional. Esta tesis también es respaldada con la perspectiva de conformar una Unión Aduanera y el acelerado proceso de integración financiera que se está produciendo en la región en los últimos años, mediante el ingreso o ampliación de operaciones de megabancos como HSBC, Citibank, Scotiabank, GE Consumer Finance (Red BAC) y Bancolombia, conformando poderosos conglomerados financieros regionales. La expectativa es que este proceso continuará con mayor fuerza en el futuro cercano mediante nuevas fusiones, adquisiciones de bancos establecidos y más alianzas estratégicas, con lo cual la oferta transfronteriza de servicios financieros prevalecerá en los próximos años.

^{1/} El término “Región” incluye en estas notas a los siguientes siete países: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y República Dominicana

^{2/} Funcionario de la SECMCA, Coordinador del Comité de Mercado de Capitales y del Comité Técnico de Estándares Regionales del Programa de Armonización de los Mercados Internos de Deuda Pública de la región. Las ideas expuestas en estas notas reflejan la opinión personal del autor.

^{3/} “Financial Sector Development: Public Debt Markets”, que está en el Capítulo V del Occasional Paper del FMI No. 257, titulado “Economic Growth and Integration in Central America”, 2007; y “Equity and Private Debt Markets” in Central America, Panama and Dominican Republic”, que está en proceso de publicación como Working Paper.



Mercado de capitales y mercados nacionales

3. La construcción de un mercado regional de capitales debe poner énfasis en la organización de los mercados nacionales, pero teniendo como referencia un conjunto mínimo de estándares regionales, elaborados conforme a las mejores prácticas internacionales, que permita a los países avanzar en la dirección regional, a la velocidad posible según sean sus propias circunstancias. Así, el mercado regional se irá conformando paulatinamente, mediante la agregación de países, conforme éstos vayan cumpliendo con los estándares regionales.

Secuencia en la construcción del mercado de capitales

4. Un tema muy importante, descuidado en el pasado, es el referente a la secuencia en que debe irse construyendo el mercado regional de capitales. Según la literatura sobre el tema y la experiencia de numerosos países en desarrollo que han logrado significativos avances en esta materia, los mercados de capitales deben organizarse y desarrollarse teniendo como guía la siguiente secuencia lógica: (i) mercado monetario, con énfasis en el mercado interbancario; (ii) mercado de deuda pública; (iii) mercado accionario y de deuda corporativa; y (iv) mercados de derivados y de títulos en garantía de activos. Aunque dicho orden no es estricto en cuanto a que puedan llevarse acciones simultáneas en las cuatro áreas, sí define un claro hilo conductor en el sentido de los requisitos para avanzar en el desarrollo de cada uno de ellos. Por ejemplo, sin un mercado de deuda pública profundo y líquido, no puede avanzarse en el mercado accionario y de deuda corporativa, porque el primero brinda precios y rendimientos de mercado (curva de rendimientos) que son fundamentales para los segundos. En igual sentido puede señalarse la vinculación del mercado de liquidez con un mercado también profundo y líquido de bonos y letras del Tesoro. En consecuencia, en el esfuerzo para conformar un mercado regional de capitales debe tener prioridad la organización y desarrollo del mercado monetario y el mercado doméstico de deuda pública bonificada.

Situación de los países de la región

5. Ahora bien, si se revisa la experiencia de los países de la región, nos encontramos que los mercados nacionales se han caracterizado por ser, fundamentalmente, mercados bursátiles y de deuda pública, en donde el papel emisor del sector privado ha sido muy reducido, y los valores de renta variable extremadamente limitados. No obstante, el mercado doméstico de valores en la mayoría de los países no era parte de una estrategia de gestión integral del pasivo estatal en el largo plazo y en los países con algún nivel de deuda interna bonificada, el diseño y mecanismos de colocación de los valores no respondían a estándares internacionales. Además, se registraron por muchos años importantes deficiencias en las infraestructuras de custodia, compensación y liquidación de valores y en los sistemas de pagos, que no ha sido hasta en los últimos años que se han observado avances importantes en algunos países, aunque sigue siendo un gran desafío su interconexión regional.



6. Por otra parte, en varios países de la región los bancos centrales, por diversas razones que no viene al caso enumerar ahora, registraban importantes déficit cuasifiscales, que los obligaba a tener una presencia permanente y significativa en el mercado de valores, mediante la colocación de emisiones propias para esterilizar liquidez, en su función principal de reducir la inflación y buscar la estabilidad de precios. Entonces, también esta situación obligó a los bancos centrales a buscar un tratamiento diferente al diseño de sus valores y a los mecanismos de colocación en el mercado, a efecto de darle flexibilidad y más eficacia a la política monetaria.

Programa de desarrollo y armonización de los mercados domésticos de deuda pública de los países de la región

7. Conscientes de la importancia de organizar los mercados domésticos de deuda pública para propiciar su desarrollo y profundización, y de que la viabilidad y sostenibilidad del mismo está en la construcción de un mercado regional, el Consejo Monetario Centroamericano (CMCA), en coordinación con los Ministerios de Hacienda o Finanzas y los Entes Supervisores del mercado de valores, inició en abril de 2001 un Programa con ese propósito. Este esfuerzo contó en una primera fase (abril 2001-junio 2003) con la cooperación técnica no reembolsable del FOMIN del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). En una segunda fase, de julio de 2003 a diciembre de 2005, recibió cooperación técnica del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos de América y del Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE). También ha recibido cooperación puntual de los Bancos Centrales de Colombia y México; del Ministerio de Hacienda de Brasil; y del Banco Mundial. Más recientemente, está recibiendo la asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional (FMI), con recursos suministrados a la región por el Gobierno de España, que se espera se extienda hasta el año 2009.

8. Como producto de ese proceso, la Reunión Conjunta del Consejo Monetario Centroamericano con el Consejo de Ministros de Hacienda o Finanzas de la región, en noviembre de 2003, aprobaron la Resolución CMCA/CMH-RE-02/11/03, la cual contiene los Estándares Regionales del Programa de Deuda Pública que servirían de guía para desarrollar los mercados nacionales de deuda pública y la construcción del mercado regional, mediante la agregación de los mercados nacionales y el levantamiento de los obstáculos a las operaciones transfronterizas de valores públicos. Dichos Estándares están agrupados en ocho secciones: **a)** Organización del mercado primario: procedimientos y políticas de estandarización; **b)** Gestión integral del pasivo Estatal; **c)** Organización de mercados de liquidez y política monetaria; **d)** Organización de mercados secundarios mayoristas integrados nacionales; **e)** Infraestructura: compensación y liquidación de valores y sistemas de pagos; **f)** Convenciones de cálculo de la deuda pública; **g)** Regulación de la inversión colectiva y de los mercados secundarios de deuda pública; y **h)** Desarrollo de un mercado mayorista secundario regional de deuda



pública. En el sitio Web de la SECMCA, en “Proyectos/Deuda Pública”, se encuentra dicha Resolución, con el contenido de cada uno de esas secciones.

9. Entre los principales beneficios que este esfuerzo traería para los países de la región están los siguientes:

- a)** Generar un mercado secundario líquido para que los bancos centrales puedan ejecutar con eficacia la política monetaria mediante instrumentos indirectos;
- b)** Crear las condiciones que permitan de forma simultánea minimizar el costo de la deuda pública y garantizar la estabilidad de su financiamiento;
- c)** Apoyar la estabilidad, modernización y profundización de los sistemas financieros, al crear los mercados y la infraestructura necesaria para que las entidades financieras utilicen instrumentos de mercado para gestionar su liquidez de forma eficiente;
- d)** Crear masa crítica de deuda soberana que sirva de referencia para el desarrollo del mercado accionario y de deuda corporativa, que den alternativas sostenibles de financiamiento de largo plazo para las empresas establecidas en la región;
- e)** Desarrollar figuras para la generación de ahorro interno, como los fondos de pensiones privados y inversión, y figuras como la titularización de activos; y,
- f)** Atraer recursos externos que complementen al ahorro interno en impulsar el desarrollo económico de los países de la región.



Conclusiones

10. En conclusión, un mercado de capitales eficiente y líquido es un valioso instrumento de promoción del crecimiento económico, pero su desarrollo requiere un espacio económico lo suficientemente amplio que solo puede brindarlo la agregación de los países de la región. Un primer paso indispensable en esa dirección es desarrollar e integrar los mercados domésticos de deuda pública, organizados sobre la base de estándares regionales-internacionales. Los bancos centrales y los gobiernos se beneficiarán de este proceso porque coadyuvará a mejorar la eficacia de las políticas monetaria y financiera y a reducir el costo de la deuda pública. El mercado de valores privado y las figuras como los fondos de inversión y de pensiones y la titularización de activos también podrán desarrollarse en la medida en que se contará con la referencia de precios y rendimientos de valores públicos líquidos. Alcanzar este objetivo no es nada fácil, pero creemos que es viable y puede lograrse en un futuro no muy lejano. No obstante, requiere una clara decisión y constante apoyo político, así como un arduo trabajo conjunto de todos los países y partes involucradas, como se desprende de los citados estudios del FMI, pero estamos convencidos que el esfuerzo vale la pena.

**San José, Costa Rica
Agosto de 2007**