



**THE WORLD BANK**  
IBRD • IDA | WORLD BANK GROUP

---

NOTA DE

---

# ORIENTACIÓN

## Desarrollo de mercados de bonos públicos en moneda local

Hideo Hashimoto, Yen Mooi, Guilherme Pedras, Arindam Roy, Kay Chung, Tadeusz Galeza, Michael G. Papaioannou, y Peter Katz, del FMI; Zsolt Bango, José Antonio Gragnani, Bryan Gurhy y Cindy Paladines, del Banco Mundial

# **Nota de orientación para el desarrollo de mercados de bonos públicos en moneda local**

**Preparada por Hideo Hashimoto, Yen Mooi, Guilherme Pedras,  
Arindam Roy, Kay Chung, Tadeusz Galeza, Michael G. Papaioannou  
y Peter Katz del FMI; Zsolt Bango, José Antonio Gragnani,  
Bryan Gurhy y Cindy Paladines del Banco Mundial**

Copyright ©2021 International Monetary Fund and The World Bank  
Edición en español ©2021 Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial

**Edición en español**

Traducción realizada por los Servicios Lingüísticos del FMI

**Cataloging-in-Publication Data**  
**IMF Library**

Names: Hashimoto, Hideo, 1973-, author. | Mooi, Yen Nian, author. | Pedras, Guilherme, author. | Roy, Arindam, author. | Chung, Kay, author. | Galeza, Tadeusz, author. | Bango, Zsolt, author. | Gragnani, Jose Antonio, author. | Gurhy, Bryan, author. | Paladines, Cindy, author. | Papaioannou, Michael G., author. | Katz, Peter, 1952-, author. | International Monetary Fund, publisher.

Title: Guidance note for developing government local currency bond markets / Prepared by Hideo Hashimoto, Yen Mooi, Guilherme Pedras, Arindam Roy, Kay Chung, and Tadeusz Galeza from the IMF; Zsolt Bango, Jose Antonio Gragnani, Bryan Gurhy, and Cindy Paladines from the World Bank Group.

Description: Washington, DC : International Monetary Fund, 2021. | Includes bibliographical references.

Identifiers: ISBN 9781513573922 (paper) | ISBN 9781513573953 (web PDF) | ISBN 9781513573939 (ePub)

Subjects: LCSH: Bond market—Developing countries. | Capital Market—Developing countries.

Classification: LCC HG4651 .H3 2021

**Aprobada por**

Miguel Savastano (FMI) y Caroline Freund (Banco Mundial)

Preparada por Hideo Hashimoto, Yen Mooi, Guilherme Pedras, Arindam Roy, Kay Chung y Tadeusz Galeza del FMI; Zsolt Bango, José Antonio Gragnani, Bryan Gurhy y Cindy Paladines del Banco Mundial; y Michael G. Papaioannou y Peter Katz (expertos del FMI), con la supervisión de Thordur Jonasson del FMI y Anderson Silva del Banco Mundial, respectivamente. Los autores dejan constancia de su agradecimiento a sus colegas del FMI y el Banco Mundial que realizaron el examen de pares, y a los evaluadores externos sus aportes y comentarios a esta nota. Las opiniones aquí expresadas pertenecen exclusivamente a los autores y no deben atribuirse ni al Banco Mundial, ni al FMI, ni tampoco a los directorios ejecutivos ni las gerencias de las instituciones.

Este documento se enriqueció gracias a los comentarios de los siguientes expertos externos y funcionarios del FMI y el Grupo Banco Mundial: Ruchir Agarwal, Gregory Ambrosio, Phillip Anderson, Robert Andreoli, Emre Balibek, Rina Bhattacharya, Wouter Bossu, Laszlo Buzas, Bill Cox, Cristina Cuervo, Larry Cui, Guido Della Valle, Oumar Dissou, John Gardner, Cory Hillier, Amr Hosny, Lars Jessen, Jad Khallouf, Amina Lahreche, Estelle Liu, Geerten Michielse, Yibin Mu, Bill Northfield, Obert Nyawata, Dan Nyberg, Thomas Olofsson, Joanne Perez, Andre Proite, Asad Qureshi, Diego Rivetti, Celine Rochon, Sandeep Saxena, Alessandro Scipioni, Chaker Soltani, Leandro Secunho, Richard Stobo, Ian Storkey, Narayan Suryakumar, Miriam Tamene, Evridiki Tsounta, Patrick van der Wansem, Xavier Werner, Mike Williams, Luiza Zanforlin y Bo Zhao.

Descargo de responsabilidad: Las opiniones expresadas en esta nota son exclusivamente de los autores. Ningún contenido de esta nota debe presentarse como representativo de las opiniones de las organizaciones, los gobiernos de los países miembros o cualquier otra entidad mencionada en la nota.

Todas las consultas sobre derechos y autorizaciones, incluidos derechos supletorios, deben dirigirse a IMF Publisher Division, International Monetary Fund, 700 19th St., NW, Washington, DC 20431, EE.UU.; teléfono 202-623-7430; correo electrónico: [copyright@imf.org](mailto:copyright@imf.org)

La publicación puede adquirirse en línea, por fax o por correo:  
International Monetary Fund, Publication Services  
P.O. Box 92780, Washington, DC 20090, Estados Unidos  
Teléfono: (202) 623-7430 Fax: (202) 623-7201  
Correo electrónico: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)  
[www.imfbookstore.org](http://www.imfbookstore.org)  
[www.elibrary.imf.org](http://www.elibrary.imf.org)

# Índice

<b>Resumen ejecutivo .....</b>	<b>v</b>
<b>Abreviaturas.....</b>	<b>vii</b>
<b>Introducción.....</b>	<b>1</b>
<b>La labor sobre el desarrollo de los MBML hasta la fecha .....</b>	<b>5</b>
<b>Parte 1. Diagnóstico .....</b>	<b>9</b>
Condiciones propicias .....	9
Componentes básicos del desarrollo de MBML .....	16
Componente básico 1: Mercado monetario .....	18
Componente básico 2: Mercado primario .....	24
Componente básico 3: Mercado secundario.....	33
Componente básico 4: Base de inversionistas.....	38
Componente básico 5: Infraestructura del mercado financiero.....	45
Componente básico 6: Marco jurídico y reglamentario.....	52
Uso del marco.....	57
<b>Parte 2. Experiencias de los países: Dificultades comunes y posibles correctivos .....</b>	<b>63</b>
Componente básico 1: Mercado monetario .....	64
Componente básico 2: Mercado primario.....	68
Componente básico 3: Mercado secundario.....	75
Componente básico 4: Base de inversionistas.....	80
Componente básico 5: Infraestructura del mercado financiero.....	83
Componente básico 6: Marco jurídico y reglamentario.....	87
<b>Parte 3. Formulación de planes de reforma del mercado de bonos en moneda local.....</b>	<b>91</b>
Siete pasos para formular un plan de reforma del MBML .....	91
<b>Apéndice 1. Selección de estudios de casos.....</b>	<b>97</b>
<b>Apéndice 2. Resultados de la encuesta.....</b>	<b>117</b>
<b>Apéndice 3. Casos estilizados.....</b>	<b>127</b>
<b>Apéndice 4. Mercado de bonos en moneda local y estabilidad financiera .....</b>	<b>135</b>
<b>Apéndice 5. Operadores primarios .....</b>	<b>137</b>

**Referencias..... 145**

**Recuadros**

Recuadro 1. Instrumentos para las operaciones de política monetaria  
de los bancos centrales ..... 58

Recuadro 2. Principales consideraciones para el tratamiento tributario  
de los acuerdos de recompra..... 60

Recuadro 3. Disposiciones tributarias en el lado de la oferta y de la demanda..... 61

Recuadro 4. Cuestiones de tratamiento tributario que debe abordar  
el marco jurídico ..... 89

**Gráficos**

Gráfico 1. Condiciones propicias y componentes básicos de los MBML..... 14

Gráfico 2. Componentes básicos e interrelaciones en los MBML..... 64

Gráfico 3. Formulación de planes de reforma de MBML..... 92

## Resumen ejecutivo

Esta nota de orientación ha sido preparada por el personal del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial como parte de un proyecto realizado con donaciones de la Iniciativa de Reforma y Fortalecimiento del Sector Financiero<sup>1</sup>. El proyecto tenía como fin presentar un informe que oriente a las economías de mercados emergentes y en desarrollo y que constituya una hoja de ruta para facilitar el desarrollo de sus mercados de bonos en moneda local (MBML). Esta nota también servirá de fundamento para las misiones de asistencia técnica que asesoran a las autoridades sobre la formulación de políticas para profundizar los MBML.

Los mercados de deuda pública interna profundos y eficientes contribuyen a la resiliencia ante los shocks en momentos de turbulencia financiera y aportan muchas otras ventajas económicas. Las crisis financieras recientes, incluida la turbulencia en los mercados financieros provocada por la pandemia del coronavirus, han demostrado que los MBML eficientes pueden incrementar la resiliencia financiera al mitigar el riesgo cambiario, que suele ser una de las fuentes de las dificultades financieras. Además, el desarrollo de los MBML es piedra angular del desarrollo más general del mercado de capital que ayuda a valorar el riesgo adecuadamente, que permite a los participantes de los mercados financieros gestionar mejor sus carteras, y que ofrece un canal más eficaz para la política monetaria. Más adelante, estos factores ayudan a estimular el potencial de crecimiento económico a largo plazo de un país.

El desarrollo de mercados de deuda interna es un proceso complejo que requiere diversas medidas de política interdependientes. Ya existen directrices y principios generales para desarrollar MBML, pero transformarlos en reformas específicas

---

<sup>1</sup>La Iniciativa de Reforma y Fortalecimiento del Sector Financiero es un servicio de donaciones de múltiples donantes que ofrece asistencia técnica a corto y mediano plazo para promover sistemas financieros más sólidos, eficientes e inclusivos. Actualmente cuenta con el apoyo de cinco donantes: el Departamento de Desarrollo Internacional del Reino Unido, el Ministerio Federal de Cooperación y Desarrollo Económicos de Alemania, el Ministerio de Hacienda de Luxemburgo, el Ministerio de Relaciones Exteriores de los Países Bajos, la Secretaría Estatal para Asuntos Económicos de Suiza, y el Grupo Banco Mundial y el FMI.

es una tarea ardua porque exige la participación de diversos actores, como el gestor de la deuda; el banco central; los reguladores; los proveedores de sistemas de negociación, pagos, compensación y liquidación; y otras autoridades encargadas de formular políticas. Como los países tienden a presentar diferentes grados de desarrollo en estas varias dimensiones, el ulterior desarrollo de sus MBML dependerá de la trayectoria que sigan y necesitará un enfoque específico y adaptado a las circunstancias del país.

Como ancla de este enfoque, en esta nota de orientación se presenta un marco integral y sistemático para el desarrollo de MBML. El documento llena un vacío en la bibliografía porque no se limita a tan solo recomendar las prácticas óptimas para reconocer nítidamente los obstáculos que entorpecen las reformas de los MBML. Comienza con una evaluación sistemática de las condiciones previas necesarias y de las etapas evolutivas del mercado conforme a los seis componentes básicos del desarrollo de los MBML: mercado monetario, mercado primario, base de inversionistas, mercado secundario, infraestructura del mercado financiero y marco jurídico y reglamentario. A partir de la aplicación de una serie de indicadores específicos, el marco de la nota de orientación permite 1) determinar deficiencias en el MBML de un país, 2) evaluar el grado de desarrollo del mercado de un país, y 3) identificar posibles pares o mercados homólogos que puedan aportar enseñanzas reproducibles.

En la nota de orientación se analizan problemas y obstáculos de carácter común en el proceso de desarrollo de MBML eficientes y profundos. En particular, se estudia la forma de superar dificultades que surgen a la hora de implementar algunas prácticas óptimas existentes. La experiencia destaca la interdependencia entre las medidas de desarrollo requeridas y la necesidad de tomar medidas de apoyo fuera del reducido ámbito de los agentes de MBML. Los retos que se analizan y la respectiva orientación en materia de políticas provienen de la abundante asistencia técnica brindada por el FMI y el Banco Mundial en esta esfera, la experiencia internacional en el desarrollo de MBML y los resultados de una encuesta reciente de autoridades nacionales.

La nota de orientación pretende ser un recurso para una amplia gama de interlocutores y partes interesadas en el desarrollo del mercado de bonos públicos. Las autoridades nacionales y los proveedores de asistencia técnica pueden usar el diagnóstico sobre el grado de desarrollo de los MBML para formular una secuencia adecuada de medidas de política con el fin de seguir mejorando el funcionamiento del mercado interno de deuda pública. Las autoridades nacionales y los equipos del FMI y el Banco Mundial a cargo de los diferentes países pueden recurrir a la nota de orientación para identificar cuestiones macroeconómicas y financieras de importancia clave vinculadas al desarrollo de los MBML e integrarlas en su análisis y asesoramiento sobre políticas. Los resultados de los diagnósticos sobre deficiencias en los MBML pueden usarse para ayudar a detectar vulnerabilidades financieras y sus soluciones, tanto en la supervisión del sector financiero que llevan a cabo las autoridades como en el contexto de los Programas de Evaluación del Sector Financiero y los Exámenes sobre la Estabilidad del Sector Financiero.

## Abreviaturas

ASEAN	Asociación de Naciones del Asia Sudoriental
BMA	Asociación del Mercado de Bonos
CCP	Cámara de compensación de contraparte central
CDV	Central depositaria de valores
ECP	Entrega contra pago
FMI	Fondo Monetario Internacional
G-20	Grupo de los Veinte
IMF	Infraestructura del mercado financiero
LBTR	Liquidación bruta en tiempo real
MBML	Mercado de bonos en moneda local
MIC	Mecanismo de inversión colectiva
OGD	Oficina de gestión de la deuda
OGDP	Oficina de gestión de la deuda pública
OGP	Operación de gestión de pasivos
OP	Operador primario
PEN	Plataforma electrónica de negociación
SRD	Dinar serbio



## Introducción

La deuda negociable en moneda local como proporción de la deuda pública total ha aumentado en las economías de mercados emergentes y en desarrollo a lo largo de la última década. La mejora de las condiciones macroeconómicas y la mayor comprensión de la importancia del desarrollo de los mercados de deuda interna propiciaron este aumento. En una muestra de 44 mercados emergentes, el tamaño de la deuda pública negociable aumentó en más del doble desde 2011 (USD 6,5 billones a USD 13,5 billones en 2019), con un aumento significativo en la emisión de deuda en moneda local durante ese período (USD 5,9 billones a USD 12,1 billones)<sup>1</sup>. Y asimismo, la proporción en moneda local de la deuda pública total en las economías de mercados emergentes y en desarrollo aumentó de 18,9% en 2011 a 46,6% en 2019. No obstante, pese al considerable crecimiento del mercado de bonos en moneda local (MBML) en años recientes, en las economías de mercados emergentes y en desarrollo estos mercados siguen estando relativamente menos desarrollados que en las economías avanzadas, en donde la proporción en moneda local de la deuda pública total ronda el 95%.

Las políticas de emisión han mejorado a la par del crecimiento en los MBML. Las economías de mercados emergentes y en desarrollo han adoptado nuevas políticas y procedimientos de emisión conforme sus carteras de deuda pública han ido creciendo, a medida que se han intensificado las consultas entre las instituciones financieras internacionales y los actores mundiales y regionales, y según ha ido mejorando el intercambio de conocimientos sobre gestión de deuda y prácticas óptimas de gestión de deuda en la comunidad internacional. Además, en las economías en desarrollo se han observado avances a medida que las prácticas en los mercados primarios se han vuelto más transparentes y conforme más países han empezado a emitir títulos o valores de referencia.

---

<sup>1</sup>Base de datos de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI y la Guía de mercados locales de mercados emergentes de Bank of America.

Pese a los avances registrados, los países aún disponen de amplio margen para seguir desarrollando sus MBML<sup>2</sup>. Si bien muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo han promovido y adoptado regularmente políticas para desarrollar sus mercados internos durante varios años, las diferentes crisis —en el sector bancario, por ejemplo— y disfunciones macroeconómicas en algunos países han frenado las mejoras en los MBML. En otros casos, la falta de condiciones subyacentes propicias o de políticas adecuadas relativas a los MBML han impedido mayores avances. Por lo tanto, es importante comprender los factores que están entorpeciendo el proceso de desarrollo de los MBML públicos, de modo que se puedan formular medidas y acciones apropiadas, acordes con las circunstancias de cada país.

El desarrollo de los MBML puede ayudar a diversificar las fuentes de financiamiento del gobierno, proteger las carteras soberanas de descalces de moneda y vencimientos, y evitar o aliviar las crisis financieras en los mercados emergentes (Informe sobre la estabilidad financiera mundial, o informe GFSR, de septiembre de 2002, capítulo IV). Concretamente, Silva y Velandia-Rubiano (2010) observan que algunos mercados emergentes que modificaron la composición de sus carteras de deuda pública, favoreciendo la emisión de deuda en moneda local, y que mejoraron sus fundamentos macroeconómicos evitaron verse golpeados por la crisis financiera mundial. En el mismo sentido, Creehan (2015) sostiene que el desarrollo de los MBML puede ayudar a proteger a los mercados emergentes de Asia de la volatilidad en los mercados mundiales de capital y las correspondientes salidas de capitales, y de la volatilidad cambiaria que puede encarecer los costos de servicio de la deuda para los prestatarios internos si se depreciara la moneda local. Las dificultades de financiamiento que muchos países han tenido que afrontar debido a la pandemia de coronavirus son un ejemplo más de la importancia de desarrollar mercados de deuda interna para incrementar la resiliencia económica<sup>3</sup>.

El Grupo de los Veinte (G-20) también ha reconocido la importancia que los MBML revisten para mejorar la resiliencia de la economía interna y los sistemas financieros. En noviembre de 2011 el G-20 avaló un plan de acción para apoyar el desarrollo de los MBML. Como parte de este compromiso, varias instituciones multilaterales elaboraron un marco de diagnóstico para determinar condiciones propicias generales, aspectos fundamentales y limitaciones relativas al desarrollo adecuado de MBML en las economías de mercados emergentes y en desarrollo (FMI, Banco Mundial, Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, 2013). Asimismo, las instituciones financieras internacionales han brindado respaldo a los mercados internos de capital emitiendo bonos en moneda local, asesorando a los gestores de deuda y estableciendo servicios de garantías.

---

<sup>2</sup>En el contexto de esta nota, el fortalecimiento de los MBML se refiere a la meta de incrementar la proporción de títulos de bonos públicos negociables en moneda local en la cartera global de deuda del gobierno central, en el entorno de un mercado primario transparente y de actividad creciente en el mercado secundario.

<sup>3</sup>En el apéndice 4 se analiza brevemente la incidencia de un mercado interno más desarrollado en la estabilidad financiera.

El trabajo que se presenta en esta nota de orientación reúne el gran acervo de conocimientos sobre este tema y reviste interés para diversas partes interesadas. Sistematiza los conocimientos existentes sobre las numerosas cuestiones relativas al desarrollo de los MBML y formula un método integral para analizarlas. La nota de orientación además presenta una manera de compilar las experiencias de los países más fácilmente, simplificando así la creación de un repositorio de información. Este repositorio sería un recurso poderoso para las autoridades nacionales interesadas en desarrollar más sus mercados de deuda interna y para los proveedores de asistencia técnica sobre estas cuestiones. A los donantes de asistencia técnica también les favorece el hecho de que la nota de orientación puede facilitar la puesta en práctica de recomendaciones y la supervisión de los avances. Por otro lado, facilitará la labor de supervisión de los equipos del FMI y el Banco Mundial, que pueden usar la nota como un instrumento para identificar cuestiones pertinentes que han de abordarse para mejorar la solidez del sector financiero y la resiliencia económica.

La nota de orientación está organizada de la siguiente manera. En la siguiente sección se presenta un panorama general de la bibliografía y los trabajos prácticos realizados hasta la fecha en el ámbito del desarrollo de los MBML. La nota de orientación se divide básicamente de dos partes. La parte 1 es el componente de diagnóstico, que consiste en un marco analítico para evaluar el grado de desarrollo del mercado. En esta parte se analizan las condiciones propicias para el desarrollo de los MBML y se presenta una serie de indicadores para evaluar el grado de desarrollo en los seis componentes básicos<sup>4</sup>. En la parte 2 de la nota se abarcan las experiencias de países y se examinan los problemas y obstáculos que las economías de mercados emergentes y en desarrollo suelen tener que enfrentar en el proceso de desarrollo del mercado. En esta sección también se ofrece orientación sobre la forma de superar esos obstáculos, corroborándola con estudios de casos de países, si es pertinente. La sección final es la conclusión y plantea una hoja de ruta sobre cómo usar el marco para aplicar políticas para desarrollar los MBML, teniendo en cuenta la evaluación de la parte 1 y las cuestiones señaladas en la parte 2. El informe también incluye cinco apéndices. En el apéndice 1 se describen estudios de casos sobre experiencias exitosas de desarrollo del mercado; en el apéndice 2 se presentan los resultados de una encuesta enviada a las autoridades nacionales en 2019 para determinar las principales dificultades enfrentadas a la hora de desarrollar sus mercados de deuda interna; en el apéndice 3 se exponen tres casos estilizados que ilustran las posibles trayectorias de reforma para diferentes niveles de desarrollo de los MBML; en el apéndice 4 consta un breve análisis sobre el efecto de los mercados de deuda interna más profundos en la estabilidad financiera; y en el apéndice 5 se amplían detalles sobre las características y condiciones previas de un sistema de operadores primarios.

---

<sup>4</sup>Los componentes básicos son los mercados monetarios, los mercados primarios, los mercados secundarios, la base de inversionistas, la infraestructura del mercado financiero y los marcos jurídico y reglamentario.



## La labor sobre el desarrollo de los MBML hasta la fecha

Varios estudios han documentado los determinantes fundamentales del desarrollo de los MBML. Según Burger y Warnock (2006), los países con tasas de inflación estables y sólidos derechos de acreedores tienen MBML más desarrollados y dependen menos de los bonos denominados en moneda extranjera. Los resultados obtenidos por Essers *et al.* (2016) muestran que la capitalización de los MBML en ciertos países africanos está inversamente correlacionada con los saldos fiscales de los gobiernos y una inflación relativamente alta, y directamente correlacionada con sistemas jurídicos basados en derecho consuetudinario o anglosajón, la calidad institucional y sistemas políticos democráticos sólidos. En un estudio sobre los mercados emergentes de Asia, Park (2017) se presenta evidencia de que un mejor desempeño macroeconómico y una mayor solidez institucional ayudan a desarrollar MBML más robustos.

Con respecto a los componentes específicos del desarrollo de los MBML, Árvai y Heenan (2008) analizan el desarrollo de los mercados secundarios para valores públicos y llegan a las siguientes conclusiones: 1) el desarrollo del mercado ha de basarse en un compromiso para lograr y mantener un entorno macroeconómico estable, en especial una política fiscal prudente, 2) una estrategia sólida y transparente para la gestión de la deuda pública apoya la actividad en el mercado secundario, 3) se precisa una base de inversionistas profunda y diversa, 4) la infraestructura de mercado deficiente da lugar a costos de transacción altos, lentitud en la ejecución de órdenes y riesgo operativo excesivo, todos estos factores que entorpecen la negociación, 5) una ejecución eficaz de la política monetaria facilita el crecimiento del mercado secundario, y 6) las reformas deben seguir una secuencia que garantice un desarrollo equilibrado de todas las estructuras que respaldan el mercado secundario.

Teniendo en cuenta el papel esencial que cumplen los MBML en la gestión de la cartera de deuda soberana, Jonasson y Papaioannou (2018) sostienen que el desarrollo de los MBML puede considerarse en tres etapas principales, cada una con diferentes prioridades. En la etapa inicial, la atención debe centrarse en esta-

blecer un mercado primario operativo y crear las condiciones propicias para el desarrollo del mercado secundario. En la etapa de profundización, en la que los elementos básicos de los mercados primario y secundario se establecen y entran en funcionamiento, la atención debe centrarse en mejorar la liquidez en el mercado secundario. Por último, en la etapa de maduración, en la que los elementos del mercado están en general funcionando bien, las autoridades deben centrar la atención en desarrollar instrumentos y segmentos más avanzados y complejos, como instrumentos derivados, y en lograr que el mercado sea competitivo a escala internacional. Por otro lado, sostienen que el gestor de deuda es clave a la hora de influir en el desarrollo del mercado de valores públicos, mediante la selección y configuración de los instrumentos, los patrones de emisión y los canales de comunicación.

Jonasson, Papaioannou y Williams (2019) analizan los principales obstáculos para el desarrollo de los MBML y las políticas para superarlos, como la inestabilidad macroeconómica o política; la represión financiera; la escasez de ahorro interno; la escasez de inversionistas institucionales; la proliferación de organismos públicos que emiten valores y fragmentan el mercado; las políticas de emisión impredecibles; y la falta de la infraestructura de mercado necesaria. Los posibles obstáculos al desarrollo de un mercado interno dependen del contexto del país (es decir, el grado y la etapa generales de desarrollo). Cada país tiene que elaborar su propio plan en función de sus condiciones, con la atención centrada en desarrollar la credibilidad del gobierno como emisor de valores y como autoridad fiable encargada de formular políticas; preservar la transparencia frente a las partes interesadas; reforzar la liquidez del mercado secundario; y promover un mercado monetario en buen funcionamiento, una base de inversionistas diversificada y una infraestructura reglamentaria adecuada.

Desde comienzos de la década de 2000, el FMI y el Banco Mundial han elaborado varios informes con el fin de promover el desarrollo de los MBML:

- Un manual sobre cuestiones de política, componentes básicos y aspectos de implementación (Banco Mundial y FMI, 2001) que recoge las experiencias y opiniones de profesionales en la materia de los sectores público y privado en la década de 1990.
- Un programa experimental conjunto para diseñar programas pertinentes de reforma y fortalecimiento de las capacidades en 12 países (Banco Mundial, 2007). La selección de países era geográfica y económicamente diversa y ayudaba ilustrar las dificultades, los obstáculos y el progreso en la aplicación de los principios sobre el desarrollo de los MBML<sup>1</sup>. Este proyecto aportó conocimientos prácticos sobre los múltiples aspectos de los mercados de deuda, incluidos los seis componentes básicos ya mencionados, y sobre las complejas formas en que interactúan y reaccionan ante las políticas o los acontecimientos.

---

<sup>1</sup>Los 12 países son Bulgaria, Colombia, Costa Rica, Croacia, Indonesia, Kenya, Líbano, Nicaragua, Pakistán, Sri Lanka, Túnez y Zambia.

- Un conjunto de herramientas para el desarrollo del mercado de valores públicos (*Government Securities Market Development Toolkit*) para países de bajo ingreso con el objeto de evaluar la evolución del mercado de deuda pública (Banco Mundial, 2014). El conjunto utiliza un sistema de calificaciones de diez indicadores clave del desarrollo del mercado de valores públicos y evalúa el nivel de desempeño de la gestión de la deuda pública.
- Un balance de situación de las iniciativas mundiales recientes sobre políticas para MBML y las actividades de implementación a escala regional y nacional, y de las tendencias observadas en cuanto a tamaño de los MBML públicos y empresariales, base de inversionistas, liquidez del mercado secundario y factores de importancia clave (FMI y Banco Mundial, 2018; y FMI y Banco Mundial, 2020). También se presentaron temas fundamentales para el desarrollo de MBML y se analizaron las funciones que podrían desempeñar las autoridades encargadas de las políticas y los bancos multilaterales de desarrollo.

Muchas instituciones financieras regionales también han elaborado informes sobre las tendencias de los MBML y directrices de desarrollo. El Banco Asiático de Desarrollo publicó un informe en 2019 con un análisis de las tendencias en la Asociación de Naciones del Asia Sudoriental (ASEAN)+3, que describe prácticas recomendadas para el desarrollo de los MBML, basadas en experiencias regionales y enseñanzas del Foro sobre mercados de bonos de ASEAN+3. El informe reconoce que aplicar un enfoque genérico a todos los países no es útil dadas las características singulares de cada mercado.

Los trabajos reseñados son exhaustivos, pero aún hace falta una descripción más pormenorizada de los factores que determinan el desarrollo del mercado y los retos a los que se enfrentan los países. El marco analítico que se presenta en esta nota de orientación tiene por objeto subsanar esta brecha.



## Parte 1. Diagnóstico

En esta sección se describe un marco integral y sistemático para evaluar el grado de desarrollo del mercado de deuda interna en un país. Se analizan los siguientes aspectos:

- Condiciones propicias, para destacar la importancia del entorno general a la hora de aplicar las políticas para el desarrollo del mercado de deuda interna.
- Seis componentes básicos, con un conjunto de indicadores para medir el grado de desarrollo del mercado de deuda interna en cada caso. Los seis componentes básicos son el mercado monetario, el mercado primario, el mercado secundario, la base de inversionistas, la infraestructura del mercado financiero y los marcos jurídico y reglamentario.

### Condiciones propicias

Las condiciones propicias son fundamentales para la eficacia de las iniciativas acordadas de reforma de los mercados de bonos en moneda local (MBML), y definen en términos generales el potencial de desarrollo de un país. Para que la evaluación de los componentes básicos del desarrollo de los MBML esté mejor fundamentada es importante tener en cuenta el carácter de las condiciones que propician ese desarrollo en el país que está siendo evaluado. El estado de las condiciones propicias también puede determinar las prioridades de las políticas y la secuencia de las reformas. No obstante, incluso si las condiciones no son tan propicias como podrían serlo, el fortalecimiento de las funcionalidades básicas de los puntales de desarrollo de los MBML puede contribuir a un círculo virtuoso: las reformas incidirán positivamente en la disciplina macroeconómica, lo cual puede contribuir al logro de condiciones más propicias. En el caso de países que adolecen de impedimentos estructurales, como el tamaño de la economía o del sector financiero, el desarrollo del mercado interno tiene un límite natural; en este caso el objetivo fundamental podría conseguir financiamiento estable y constante del mercado interno. A continuación se analizan las condiciones más importantes que propician el desarrollo de los mercados de deuda pública interna.

### **Condiciones macroeconómicas generales**

Las condiciones macroeconómicas sólidas y estables son cruciales para el desarrollo de los MBML. Un entorno macroeconómico estable es un ancla para la confianza de los inversionistas, que les garantiza que el valor de sus tenencias de deuda será preservado. Un historial de buen desempeño macroeconómico respaldado por un marco de política macroeconómica creíble y un compromiso general de las autoridades afianzará las expectativas de los inversionistas. La gestión desacertada de la economía suele ser costosa porque eventos adversos del pasado (a saber, crisis de deuda soberana, reestructuraciones y/o crisis del sector bancario) podrían tener efectos perdurables en la confianza de los inversionistas y frenar considerablemente los avances de la reforma del MBML.

### **Necesidades de financiamiento del gobierno**

Las necesidades de financiamiento del gobierno son el fundamento de las emisiones de deuda. En la mayoría de los países, los requisitos fiscales del gobierno dictan la necesidad de endeudarse, y el MBML es una de las principales fuentes de este financiamiento. Sin embargo, en algunos países de menores ingresos, la disponibilidad de donaciones o de préstamos concesionarios a largo plazo podría significar que emitir deuda local más cara no es recomendable, si el riesgo cambiario no es motivo de preocupación. Además, hay unos cuantos ejemplos de países que han emitido deuda interna con el único fin de desarrollar un mercado interno.

### **Estructura de la economía**

El tamaño de la economía y la base de ahorro interno (incluida la disponibilidad de instituciones de ahorro contractual) incidirá en la capacidad de absorción del mercado de bonos. En las economías pequeñas quizá sea complicado desarrollar un mercado líquido. Además, una tasa baja de ahorro interno, incluso en economías más grandes, puede limitar la demanda de activos financieros que devengan intereses, como los valores públicos. Los factores que influyen en el nivel de ahorro de un país son muchos: fundamentos macroeconómicos, política tributaria y sistemas de pensiones, entre otros. El ahorro interno también puede ser asignado a muchos factores que compiten entre sí (por ejemplo, activos de infraestructura interna), y se debe considerar el mercado para esos activos alternativos a la hora de evaluar este aspecto de la estructura de la economía.

Es posible que las economías pequeñas enfrenten más limitaciones al momento de desarrollar los mercados internos; no obstante, definir un umbral mínimo de desarrollo de los MBML es difícil. Los emisores soberanos pequeños pueden enfrentar restricciones en cuanto a la consolidación de instrumentos y la emisión de bonos de referencia líquidos. Estos emisores también pueden encontrar obstáculos a la hora de movilizar grandes volúmenes de dinero mediante gestión de caja y de constituir una reserva de efectivo de tamaño suficiente. Pueden ser más vulnerables a los grandes coeficientes de concentración de tenencias de

deuda con pocos inversionistas. Es posible que los inversionistas locales no se sientan cómodos con tenencias de instrumentos individuales en grandes cantidades, y aun así quizá no estén dispuestos a negociar en el mercado secundario. El margen para atraer inversionistas no residentes es limitado porque estos suelen esperar grandes volúmenes en el mercado en general y en el instrumento que adquieren. Por lo tanto, los gobiernos en estos países deben evaluar detenidamente sus capacidades y necesidades antes de invertir fuertemente en infraestructuras costosas y crear capacidad para el desarrollo del mercado.

Es más fácil emitir activos en moneda local en un país con niveles bajos de dolarización o euroización financiera<sup>1</sup>. La demanda de activos en moneda local en el sistema financiero se vería respaldada si la proporción de depósitos (y préstamos) en moneda extranjera en el sistema bancario es pequeña. Otros factores que respaldarían esta situación aún más serían un tipo de cambio estable y condiciones inflacionarias benignas, que preservarían el valor de los activos en moneda local.

### Posiciones fiscales y de deuda

Las posiciones fiscales y de deuda sólidas apoyan el desarrollo de los MBML, sobre todo en el mercado primario. Un déficit fiscal elevado puede contribuir a una trayectoria insostenible de deuda, y los riesgos fiscales derivados de los pasivos contingentes pueden agravar vulnerabilidades relacionadas con la deuda. Los países con importantes necesidades de financiamiento externo, un saldo alto de deuda pública sujeta a riesgos de mercado (por ejemplo, riesgos de redeterminación de la tasa de interés, refinanciamiento y cambiario) y una posición fiscal insostenible tienden a ser más vulnerables. La magnitud de las necesidades de endeudamiento del gobierno y el riesgo de dificultades relacionadas con el sobreendeudamiento afectarán el volumen de financiamiento interno negociable neto que el gobierno es capaz de captar, la estabilidad de este financiamiento y los precios de los instrumentos. La disponibilidad inmediata de préstamos externos en condiciones concesionarias y el uso de empréstitos internos no negociables podrían restringir el crecimiento de los MBML. El deterioro de la confianza de los inversionistas en países con antecedentes de incumplimientos de deuda soberana, incluida la conversión o la prórroga forzada de deuda interna debido a medidas de represión financiera, podría afectar considerablemente las perspectivas para el desarrollo de los MBML.

Una falta de control fiscal puede llevar a las autoridades a desviarse de las prácticas prudentes de endeudamiento en el mercado, con consecuencias para la confianza de los inversionistas. Por ejemplo, cuando existe la necesidad de captar importantes sumas de financiamiento o de contener los costos de endeudamiento a corto plazo, el gobierno puede optar por ejercer control sobre las

<sup>1</sup>La dolarización/euroización financiera ocurre cuando los residentes de un país pueden mantener depósitos en moneda extranjera (dólares de EE.UU., euros) en los bancos y obtener de esos bancos préstamos en moneda extranjera. Los depósitos (préstamos) bancarios en moneda extranjera como proporción de los depósitos (préstamos) bancarios totales son un indicador común de la dolarización/euroización financiera.

tasas de interés, acumular atrasos en los pagos, obtener préstamos directamente del banco central o recurrir a métodos de colocación ajenos a los del mercado. Estos métodos de colocación no competitivos pueden generar ahorros de costos a corto plazo a cambio de desarrollo del mercado a largo plazo. De forma similar, para ahorrar costos presupuestarios a corto plazo, el gobierno puede verse inclinado a captar principalmente empréstitos con vencimientos a corto plazo, lo cual traba el desarrollo del mercado y genera nuevas preocupaciones de riesgo de refinanciamiento. Observar las prácticas de mercado sólidas es importante porque da lugar a una interacción de factores: la adopción de prácticas sólidas en el mercado primario orientadas hacia el endeudamiento basado en el mercado puede inculcar disciplina fiscal en el gobierno, ayudando así a mantener los costos de endeudamiento en niveles aceptables.

### **Condiciones monetarias y cambiarias**

La inflación, las tasas de interés y los tipos de cambio estables reducen la incertidumbre para los inversionistas y fortalecen la demanda de deuda pública negociable. La volatilidad excesiva de las tasas de interés y las presiones inflacionarias (que pueden deberse a la falta de credibilidad de la política monetaria) pueden elevar los rendimientos porque los inversionistas exigen una prima por imprevisibilidad. Los inversionistas perciben las tasas de interés real y nominal excesivamente altas y volátiles como insostenibles; esto podría dar lugar a incertidumbre acerca de la sostenibilidad de la deuda, posibles modificaciones del régimen cambiario o la introducción de nuevas formas de tributación y controles. Esta incertidumbre reduce los incentivos que los inversionistas tienen para invertir en los mercados de capital locales y en activos a largo plazo porque incide negativamente en la rentabilidad esperada. Por lo tanto, las condiciones monetarias estables le permiten al gobierno emitir deuda a largo plazo más barata, y ampliar los vencimientos de la cartera de deuda. La fuerte volatilidad del tipo de cambio y una alta tasa de transmisión son factores fundamentales que erosionan la confianza de los inversionistas, tanto internos como externos<sup>2</sup>.

Los controles de las tasas de interés u otros síntomas de represión financiera suelen ser considerados indicadores de que las condiciones monetarias y fiscales subyacentes son débiles. Ante un espacio fiscal limitado y costos de financiamiento elevados, el gobierno puede sentirse inclinado a recurrir a estas prácticas. No obstante, si bien podrían ahorrar costos a corto plazo, estas prácticas podrían comprometer la disciplina del gobierno, lo cual podría avivar las expectativas inflacionarias y exacerbar los costos de financiamiento a largo plazo; también podrían distorsionar las tasas de interés de mercado. El desarrollo de un marco de política monetaria basado en el mercado (como se analiza en la sección sobre el mercado monetario) y la adopción de política sólidas en el mercado primario podría facilitar el abandono de tales prácticas.

---

<sup>2</sup>Para los inversionistas externos, la baja convertibilidad también supone una carga adicional.

### **Solidez del sector financiero**

El sector financiero del país tiene que ser líquido y estar bien capitalizado, ya que cumple un importante papel como inversionista e intermediario en el mercado de deuda pública. El sector bancario es una parte importante de la base de inversionistas en muchos países y, por lo general, desempeña un papel crítico de intermediario en los MBML. La solidez del sector financiero, por lo general, se evalúa en función de la suficiencia del capital, la calidad de los activos, las ganancias y las posiciones de liquidez. Cualquier riesgo de inestabilidad socavaría la capacidad del sector bancario para cumplir su función de forma eficiente.

### **Capacidad de gestión de la deuda y procedimientos operativos**

Los mecanismos institucionales eficaces para la gestión de la deuda pública son una condición necesaria para el desarrollo de MBML. Las responsabilidades de gestión de la deuda deben definirse claramente por ley, y los procedimientos operativos deben estipularse en el Memorando de Entendimiento entre las instituciones pertinentes, si es necesario. Para aplicar un enfoque de mercado a la gestión de la deuda pública, la entidad encargada de gestionar la deuda debe contar con personal capacitado, una estructura organizativa de apoyo y los correspondientes recursos.

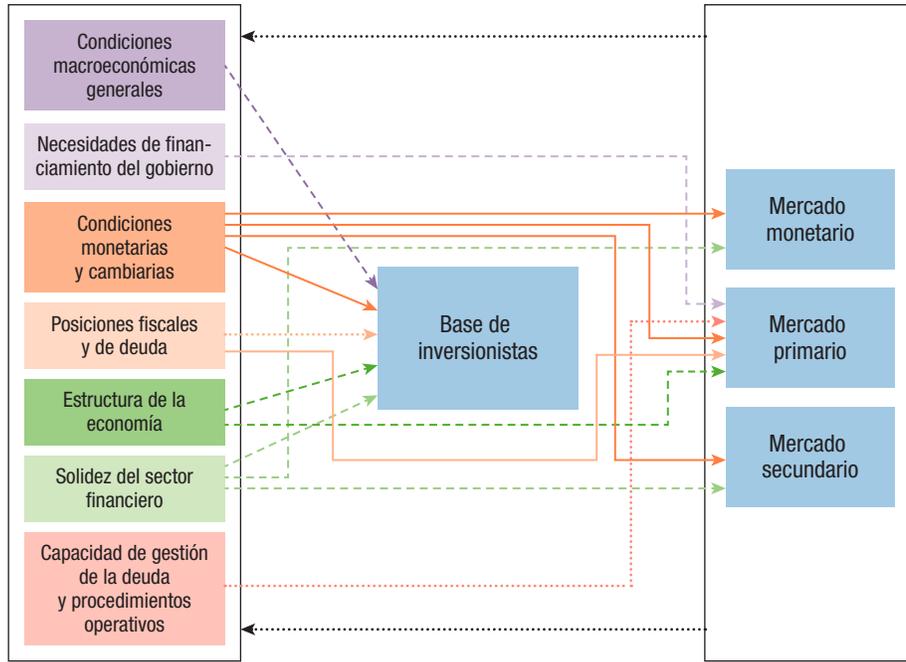
La autoridad encargada de la gestión de la deuda no es la única institución que puede impulsar las reformas del MBML, pero es la más indicada para hacerlo<sup>3</sup>. La entidad que gestiona la deuda, por lo general, tiene el mandato y los incentivos para dirigir el proceso de desarrollo de los MBML. Es importante contar con una estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo, un plan anual de endeudamiento, un calendario de subastas y un procedimiento de presentación de informes sobre la deuda (para lo cual se necesita una sólida capacidad de registro de la deuda pública; FMI y Banco Mundial, 2019). En el caso de países con un saldo abultado de deuda no negociable, su estrategia de deuda también debe considerar formas de lograr una transición hacia instrumentos negociables en el mediano plazo.

El estado general de las condiciones propicias influirá en el ritmo al que puede avanzar el desarrollo de los MBML (gráfico 1). Las condiciones propicias influyen en los tres mercados (monetario, primario y secundario) y en la base de inversionistas, en tanto que la infraestructura del mercado financiero y el entorno jurídico y reglamentario son en gran medida independientes. En general, los componentes básicos dan lugar a interacciones que también ayudarán a consolidar las condiciones propicias, al afianzar un círculo virtuoso (por ejemplo, un mercado primario sólido puede promover la disciplina fiscal, y por lo tanto hacer más sostenibles las posiciones fiscales y de deuda).

---

<sup>3</sup>Aunque es posible que en algunos países el banco central tenga mayor capacidad y mantenga un contacto más estrecho con los participantes en el mercado.

Gráfico 1. Condiciones propicias y componentes básicos de los MBML



Fuente: Personal técnico del FMI.

Nota: MBML = mercado de bonos en moneda local.

## Marco para evaluar la idoneidad de las condiciones propicias para el desarrollo de los MBML

### (1) Condiciones macroeconómicas generales

**Objetivo:**

Evaluar si el historial de resultados macroeconómicos genera confianza de los inversionistas en la economía.

**Preguntas principales:**

- 1) ¿Ha podido el país mantener una trayectoria de desempeño macroeconómico sólido y estable en los últimos cinco años? (sí/no)
- 2) ¿Ha podido el país evitar graves acontecimientos adversos, como reestructuraciones de deuda soberana y crisis del sector bancario, en los últimos 10 años? (sí/no)

### (2) Necesidades de financiamiento

**Objetivo:**

Evaluar si las necesidades de financiamiento del gobierno propician el desarrollo del MBML.

**Preguntas principales:**

- 1) ¿Exige la posición fiscal proyectada del gobierno endeudamiento basado en el mercado que genere una oferta suficiente de valores públicos en el MBML? (sí/no)
- 2) ¿Prevé el gobierno que se reduzca el acceso a financiamiento concesionario externo o que disminuyan los desembolsos de ese tipo de financiamiento (donaciones y préstamos), lo cual justificaría un mayor endeudamiento interno? (sí/no)

### (3) Estructura de la economía

**Objetivo:**

Evaluar si la estructura del sector financiero propicia el desarrollo del MBML.

**Preguntas principales:**

- 1) ¿Es el tamaño de la economía lo bastante grande para desarrollar un sector financiero que pueda apoyar al MBML? (sí/no)
- 2) ¿Es la base de ahorro interno lo bastante amplia para respaldar la demanda de valores públicos? (sí/no)
- 3) ¿Es el uso de moneda local en la economía lo bastante generalizado para contar con un MBML? (sí/no)

### (4) Posiciones fiscales y de deuda

**Objetivo:**

Evaluar si la posición fiscal del gobierno es sostenible y propicia para el desarrollo del MBML.

**Preguntas principales:**

- 1) ¿Tiene la posición de deuda del gobierno un riesgo bajo o medio de sobreendeudamiento general según el marco de evaluación de sostenibilidad de la deuda de países de bajo ingreso del FMI-Banco Mundial, o se considera sostenible según el marco de evaluación de sostenibilidad de la deuda de países con acceso al mercado? (sí/no)
- 2) ¿Es sostenible la posición fiscal del gobierno sin que resulte necesario recurrir al predominio fiscal en las políticas monetarias y financieras? (sí/no)

### (5) Condiciones monetarias y cambiarias

**Objetivos:**

Evaluar si las condiciones monetarias son propicias para el desarrollo del MBML.

**Preguntas principales:**

- 1) ¿Es la inflación baja y estable, y están bien ancladas las expectativas de inflación? (sí/no)
- 2) ¿Están los tipos de cambio alineados con las variables fundamentales de la economía, de modo que a los inversionistas no les preocupa el riesgo de devaluaciones importantes? (sí/no)
- 3) ¿Está debidamente contenida la volatilidad de las tasas de interés a corto y largo plazo? (sí/no)
- 4) ¿Está el sistema financiero libre de represión financiera (por ejemplo mediante controles de las tasas de interés)? (sí/no)

### (6) Solidez del sector financiero

**Objetivo:**

Evaluar si las condiciones financieras son propicias para el desarrollo del MBML.

**Preguntas principales:**

¿Está el sector bancario en una situación sólida y estable, con posiciones de adecuadas de solvencia y liquidez? (sí/no)

### (7) Capacidad de gestión de la deuda y procedimientos operativos

**Objetivo:**

Evaluar si existen las condiciones propicias para una gestión eficiente la deuda pública.

**Preguntas principales:**

- 1) ¿Asigna el marco jurídico e institucional a una sola entidad la responsabilidad clara de emitir deuda en nombre del gobierno central y de ejecutar las operaciones relativas a la deuda? (sí/no)
- 2) ¿Cuenta la entidad encargada de la gestión de la deuda con mecanismos sólidos de gestión de gobierno y personal calificado? (sí/no)
- 3) ¿La entidad encargada de la gestión de la deuda prepara y publica una estrategia de gestión de la deuda? (sí/no)

## **Componentes básicos del desarrollo de MBML**

### **Panorama general**

Una vez evaluadas las condiciones propicias, el marco de los MBML puede usarse para analizar la etapa corriente de desarrollo del mercado en cada país e identificar con más facilidad los principales ámbitos en que se necesitan reformas o medidas de política. El marco de los MBML también permite a los países supervisar y evaluar sistemáticamente los avances en el desarrollo de los MBML a lo largo del tiempo.

Se utilizan seis componentes básicos para analizar el desarrollo de los MBML en términos de su profundidad, liquidez, diversidad y resiliencia. A saber: 1) el mercado monetario, 2) el mercado primario, 3) el mercado secundario, 4) la base de inversionistas, 5) la infraestructura del mercado financiero (IMF), y 6) el marco jurídico y reglamentario. Los seis componentes básicos están diseñados de forma intuitiva para poner la mira en reformas esenciales para el funcionamiento eficiente de los MBML.

El marco emplea un conjunto de indicadores que representan las funcionalidades clave de cada componente básico. Para cualquier país, cada indicador se evalúa desde la etapa uno a la cuatro, resumiendo el nivel de funcionalidad o la etapa de desarrollo en el componente básico específico. Los indicadores están ordenados de forma secuencial, de los más fundamentales a los más complejos. También se puede calcular una etapa combinada a nivel de los componentes básicos, lo cual puede ayudar a centrar la secuencia adecuada de las iniciativas de política en los seis componentes básicos. El propósito de poner parámetros de referencia a nivel del indicador y del componente básico es ayudar a los países a identificar a otros semejantes que han superado dificultades similares, y extraer enseñanzas para formular un plan de reforma del MBML.

### **Determinación de la etapa de desarrollo a nivel del indicador**

Hay dos tipos de indicadores: indicadores de resultados, que muestran el estado corriente del mercado en relación con el componente básico; e indicadores de políticas, que analizan las prácticas relativas a las políticas y regulaciones que están siendo empleadas por las autoridades (tanto *de jure* y *de facto*). Para la mayoría de los indicadores se utilizan varias preguntas binarias (sí o no) para evaluar el grado en que se han adoptado políticas y prácticas sólidas. Los países reciben calificaciones de 1 (sí) o 0 (no) en cada pregunta, y la suma de las calificaciones determina la etapa del indicador. Para varios indicadores (en su mayoría los correspondientes al mercado primario), se formula una pregunta concreta, y la respuesta determina la etapa del indicador<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup>Para ciertos indicadores en diferentes componentes básicos y en la sección de Condiciones propicias, es posible que las preguntas exijan un razonamiento detallado del evaluador y que se necesite cierto grado de análisis subjetivo (en particular en el caso de las autoevaluaciones). Para reducir el riesgo de equivocaciones y facilitar

### **Determinación de etapa combinada a nivel del componente básico**

Cuatro componentes básicos (mercado monetario, mercado primario, mercado secundario y base de inversionistas) tienen indicadores de resultados e indicadores de políticas. Se puede calcular una etapa combinada mediante una ponderación igual del promedio simple de las etapas asignadas de indicadores de resultados e indicadores de políticas.

Dos componentes básicos (infraestructura de mercado y marco jurídico y regulatorio) tiene solamente dos indicadores de políticas. Se puede calcular una etapa combinada con un promedio simple de las etapas asignadas de indicadores de políticas.

### **Las cuatro etapas de desarrollo de los MBML**

Se proponen cuatro umbrales para representar las cuatro etapas de desarrollo en los MBML:

- Etapa uno, o incipiente, en la que el indicador pertinente señala que no hay funcionalidad.
- Etapa dos, o en desarrollo, en la que el indicador pertinente señala que hay cierta funcionalidad, pero que existen graves deficiencias.
- Etapa tres, o emergente, en la que se establecen elementos básicos de la funcionalidad del indicador.
- Etapa cuatro, o madurez, en la que el indicador pertinente señala un grado considerable de funcionalidad. Esta etapa se corresponde en términos generales con los niveles y las funcionalidades en los MBML de las economías avanzadas<sup>5</sup>.

---

una comparación coherente entre países, se definirán umbrales en unos pocos casos experimentales iniciales en que las evaluaciones están a cargo de los equipos del FMI y el Banco Mundial.

<sup>5</sup>En el caso del componente básico de la base de inversionistas, la etapa cuatro representa el estado de funcionalidades observadas en economías de mercados emergentes que se encuentran en una etapa más avanzada de desarrollo del mercado.

## **Componente básico 1: Mercado monetario**

Un mercado monetario eficiente facilita la ejecución de la política monetaria, refuerza la transmisión de la política monetaria y establece una base para la prórroga de los vencimientos del financiamiento del gobierno<sup>6</sup>. Los mercados monetarios son esenciales para el financiamiento a corto plazo y la gestión de existencias de agentes creadores de mercado en valores públicos, y para las operaciones de gestión de la liquidez de los bancos comerciales. Además, ayudan a crear productos más amplios, como instrumentos con tasas de interés variables, y herramientas de cobertura, como los instrumentos derivados. Los derivados (por ejemplo, canjes, o *swaps*, de tasas de interés) pueden facilitar el desarrollo de los mercados de capital.

### **Indicador de resultados**

#### **Mercados de valores a corto plazo y operaciones de repo (repo) funcionales**

Una curva de rendimientos a corto plazo fiable y un mercado activo de operaciones de repo (repo) proporcionan la base para la emisión de valores a largo plazo y para el desarrollo del mercado secundarios<sup>7</sup>. La fiabilidad de la curva de rendimientos está apuntalada por un mercado monetario profundo y líquido que proporciona un fundamento para muchos de los ámbitos básicos del mercado de valores públicos<sup>8</sup>. El mercado de letras del tesoro suele ser el segmento más líquido e importante en el mercado monetario. Las letras del tesoro son instrumentos con descuento emitidos por el gobierno, por lo general con plazos de menos de un año. Suelen ser considerados como los instrumentos públicos más seguros en vista de su corto vencimiento. Además, los bancos centrales a veces aprovechan el mercado de letras del tesoro para realizar operaciones de política monetaria. Si ese es el caso, es importante que los participantes en el mercado financiero comprendan los motivos detrás de las emisiones letras del tesoro, porque la falta de transparencia y las señales poco claras o equívocas pueden causar distorsiones en el mercado.

---

<sup>6</sup>A fines de esta evaluación, los segmentos del mercado monetario guardan relación con los instrumentos a corto plazo, excluidos derivados sobre divisas y sobre tasas de interés, los cuales se examinan en las secciones sobre las bases de inversionistas y el mercado secundario, respectivamente.

<sup>7</sup>Un repo (o acuerdo de venta y recompra) es la venta de valores vinculados a un acuerdo para volver a comprarlos en una fecha posterior. Una operación de repo pasivo (*reverse repo*) es la compra de valores vinculados a un acuerdo para volver a venderlo en una fecha posterior. Estas transacciones normalmente se efectúan entre intermediarios financieros. Lo más apropiado es considerar que repo es un préstamo o una inversión con garantía. Dado que reducen a un mínimo los riesgos de crédito de contraparte, los repos empezaron a usarse de forma más generalizada después de la crisis financiera mundial.

<sup>8</sup>Un mercado monetario líquido es uno que cuenta con un segmento monetario activo, con y sin seguridades, en el que la transparencia de precios y los volúmenes de negociación son lo bastante sólidos como para respaldar a los agentes de mercado en actividades de inversión, negociación y gestión de riesgos.

Los mercados de repos pueden desempeñar diversos papeles en los MBML. El uso de transacciones de reporto en las operaciones del banco central es un buen punto de partida para catalizar el proceso de desarrollo del mercado<sup>9</sup>. La liquidez en el mercado entre intermediarios facilitaría mucho las actividades de creación de mercado de los operadores, particularmente en la gestión de existencias<sup>10</sup>. Los mercados de repos también podrían reforzar la capacidad de los bancos y otros inversionistas institucionales para modificar sus posiciones de liquidez, e invertir en valores públicos a más largo plazo y ayudar a respaldar las actividades de operadores en el mercado primario. A medida que se desarrollan los mercados de repos, las transacciones entre bancos o entre operadores tenderían a aumentar y la dependencia de las operaciones del banco central tendería a disminuir. El tamaño de la quita (*haircut*) aplicada a los valores públicos<sup>11</sup>, incluido los ilíquidos, no debe fijarse en un nivel alto ni debe desviarse significativamente de la quita impuesta a valores del banco central (si corresponde), ya que podría desincentivar la actividad en el mercado de repos. El uso activo de repos por parte de los agentes del mercado es una indicación de que el mercado monetario está en una etapa avanzada.

## Indicadores de política

### Un marco operativo de política monetaria que apoye el desarrollo de los MBML

El marco operativo de la política monetaria influye mucho en el desarrollo del mercado monetario. El marco de política monetaria refleja la etapa de desarrollo de los mercados monetarios y define la participación del banco central en ellos; cuanto más se usan las tasas de interés como metas operativas que guían la política monetaria, más activos tienden a ser los mercados y más se inclinan los bancos centrales a desarrollar este segmento del mercado<sup>12</sup>. Dado que la transición a un marco basado en el mercado acarrea costos relacionados con gastos financieros más altos, que pueden dar lugar a posiciones de capital negativas en los bancos centrales, las autoridades deben tener en cuenta estos costos y tomar

<sup>9</sup>Los bancos centrales usan transacciones con garantía para realizar operaciones a corto plazo de suministro y absorción de liquidez. Las garantías que suelen usar los bancos centrales son moneda extranjera (efectivo) en transacciones de canje de divisas o valores del gobierno/banco central en transacciones de repos, o ambos.

<sup>10</sup>Los agentes creadores de mercado tienen que mantener un cierto nivel de existencias líquidas (por ejemplo, un stock de valores públicos vendidos por los inversionistas) para sus actividades. Gracias a los mercados de repos, pueden obtener préstamos de dinero para mantener existencias, y a la vez vender valores que no están en su poder y que los obtienen en préstamo. En general, los repos son una fuente de financiamiento más estable y barata que los préstamos sin garantía, ya que son flexibles y reducen a un mínimo los riesgos de crédito de contraparte.

<sup>11</sup>La quita o *haircut*, es decir el margen aplicado a las transacciones de repos, tiene en cuenta el riesgo de que la garantía no cubra el valor total de la transacción, y depende del vencimiento, la calidad, el valor de escasez y la volatilidad del precio de la garantía subyacente; el plazo del repo; y solvencia del cliente.

<sup>12</sup>En un régimen de metas de inflación (MI) se utilizan las tasas de interés como meta operativa, y en un régimen de objetivos de tipo de cambio suelen usarse como metas operativas los tipos de cambio y las tasas de interés. Un régimen de metas monetarias utiliza el dinero de reserva como meta operativa y, al menos en teoría, no necesita mercados monetarios activos a efectos de operación de la política monetaria. Los países que realizan la transición de un marco de metas monetarias a uno de metas de inflación, por lo general, tienen que desarrollar mercados monetarios rápidamente para posibilitar las operaciones basadas en el mercado.

las medidas pertinentes<sup>13</sup>. Cuando se adopta un marco operativo basado en el mercado es necesario gestionar la liquidez en todo el sector bancario. Cualquier exceso de liquidez que el banco central no gestione adecuadamente<sup>14</sup> podría reducir la necesidad de que los bancos gestionen activamente su liquidez, en perjuicio de los incentivos de negociación en el mercado monetario.

### **Operaciones de política monetaria para promover el desarrollo de los MBML**

Las operaciones de mercado abierto son una parte integrante del funcionamiento de los mercados monetarios. Los instrumentos de política directos (en particular los controles de las tasas de interés) son perjudiciales para el desarrollo del mercado. Los encajes legales elevados, habituales en los regímenes de reservas monetarias, podrían distorsionar la función de descubrimiento de precios en los mercados monetarios al ejercer presiones a la baja sobre las tasas de interés de mercado<sup>15</sup>. En los sistemas bancarios que mantienen niveles abundantes de reservas excedentarias, la falta de remuneración con tasas de mercado también puede incidir negativamente en el descubrimiento de precios. En general, el uso de valores negociables para operaciones de absorción de liquidez propicia el desarrollo del mercado más que el uso de depósitos a plazo no negociables (véase el recuadro 1). El uso de subastas de precios competitivos es una indicación de que los valores se emiten a tasas de mercado (y que por lo tanto, es más probable que se negocien en el mercado secundario).

### **Transparencia de la información de mercado**

La transparencia puede evaluarse en función de la publicación de tasas de referencia a corto plazo, distintas de la tasa de política monetaria. Las tasas de referencia a corto plazo son la base de la determinación de los precios de una amplia gama de productos en los mercados de capitales, y por eso es importante garantizar su fiabilidad como tasas de referencia. En general, las tasas de referencia basadas en transacciones son más fiables que las tasas basadas en cotizaciones, sobre todo si las cotizaciones son de carácter indicativo<sup>16</sup>. La información sobre la determinación de precios en el mercado es necesaria para construir una curva de rendimientos a corto plazo fiable, y la información sobre volúmenes de negociación es útil para reforzar la transparencia y facilitar la ampliación de la base de inversionistas. Esta información previa a la negociación y cotizaciones de

<sup>13</sup>La transición de un régimen de metas monetarias a un régimen de metas de inflación requiere que los bancos centrales ajusten la composición de los pasivos y paguen los tipos de interés del mercado en lugar de mantener balances cuantiosos de reservas obligatorias no remuneradas. Los balances abultados de los bancos centrales podrían acumular pérdidas ya que los ingresos por activos (por ejemplo, tasas de interés externas) suelen ser menores que los gastos por pasivos (por ejemplo, tasas de interés internas).

<sup>14</sup>La gestión adecuada de la liquidez excesiva implica que las reservas excedentarias sean remuneradas utilizando la tasa de mercado.

<sup>15</sup>Los encajes legales elevados tienden a hacer menos necesario que los bancos ajusten sus posiciones de liquidez en los mercados monetarios. En la mayoría de los países los encajes legales no son remunerados.

<sup>16</sup>Las tasas de referencia para plazos muy cortos (por lo general hasta dos semanas, pero de apenas un día en ciertos mercados) tienden a ser más fiables al estar respaldadas por una mayor liquidez de mercado.

mercado de los mercados de letras del tesoro y repos. La puntualidad es clave; los precios de mercado son menos útiles si tardan mucho en publicarse. Lo ideal es que los precios de mercados se publiquen a diario (es decir, al cierre de la jornada laboral), mientras que los datos sobre volúmenes deben publicarse por lo menos mensualmente. En general, la asociación bancaria o de mercado local, o en algunos casos el banco central, es la entidad más indicada para publicar tales tasas de referencia. Se deben adoptar medidas adecuadas para garantizar la fiabilidad de las tasas de interés de referencia.

### **El marco jurídico para las transacciones de recompra**

Los acuerdos maestros escritos y su exigibilidad son cruciales para el desarrollo de los mercados de repos. Los acuerdos maestros escritos, como el Acuerdo Mundial Maestro de Recompra y el Acuerdo Maestro de Recompra, han sido elaborados con el fin de ofrecer una documentación jurídica contractual sólida para las transacciones de repos<sup>17</sup>. Para que sean plenamente exigibles, en muchos países estos acuerdos requieren legislación de respaldo, en particular para reconocer el derecho de propiedad sobre la garantía y el derecho de la parte no incumplidora de liquidar los activos por impago de deudas<sup>18</sup>. Este tipo de legislación evita los casos en que un tribunal se rehúsa a reconocer la transferencia o el derecho a la garantía y redefine el repo como un préstamo con garantía, con el riesgo de que el tenedor de la garantía no goce de más derechos que otros acreedores en el caso de una quiebra, o de que se invalide la liquidación<sup>19</sup>.

Es importante que el marco tributario no introduzca distorsiones. Un marco tributario para las transacciones de repos podría introducir distorsiones si se configura conforme a la estructura jurídica del repo (venta y recompra) en lugar de su esencia económica (préstamo con garantía). Se recomienda tratar el ingreso y las ganancias, así como los costos, derivados de las transacciones de repos como ingreso y gasto financiero (o por concepto de intereses), respectivamente, y no como partidas que dan lugar ganancias o pérdidas de capital, y se recomienda además garantizar que los montos de las transacciones estén libres de impuestos de retención. Los impuestos sobre transacciones aplicados a los repos no facilitan el desarrollo de los mercados de repos. En el recuadro 2 se resumen las principales consideraciones tributarias relativas a las transacciones de repos.

<sup>17</sup>Una transacción de un acuerdo de recompra se estructura como una venta y recompra de valores en términos jurídicos, aunque desde el punto de vista económico se trata de un préstamo con garantía. Esto podría plantear complicadas dificultades jurídicas. El Acuerdo Mundial Maestro de Recompra (*Global Master Repurchase Agreement*) se rige por la legislación inglesa, y el Acuerdo Maestro de Recompra (*Master Repurchase Agreement*) se rige por la legislación de Nueva York.

<sup>18</sup>Además, refuerzan la eficiencia operativa de la negociación de las transacciones, la constitución de provisiones para márgenes y la gestión del pago y la garantía después de la transacción.

<sup>19</sup>Los inversionistas en varios países sin marcos jurídicos robustos para las transacciones de repos utilizan las ventas/recompras para lograr funcionalidades similares a las de los repos; estas transacciones son menos eficientes, más costosas y no arrojan los mismos resultados jurídicos y financieros.

**Marco para el mercado monetario**

<b>Resultado</b>											
<b>(1) Mercados de valores a corto plazo y operaciones de repo (repo) funcionales</b>											
<p><b>Objetivos:</b> Evaluar si los mercados de valores a corto plazo y operaciones de repos favorecen el desarrollo del mercado de bonos públicos.</p> <p><b>Preguntas principales:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Se ha establecido una curva de rendimientos a corto plazo para vencimientos de hasta un año (incluidas letras del tesoro)? (sí/no)</li> <li>2) ¿Se negocian activamente en el mercado secundario letras del tesoro, valores del banco central, o ambos instrumentos? (sí/no)</li> <li>3) ¿Se usan activamente en las operaciones del banco central acuerdos de venta y recompra (repos)/de reporto pasivo? (sí/no)</li> <li>4) ¿Usan activamente los inversionistas transacciones de repo/reporto pasivo para inversiones en efectivo, financiamiento o gestión de liquidez? (sí/no)</li> <li>5) ¿Usan activamente los operadores transacciones de repo/reporto pasivo para actividades de creación de mercado? (sí/no)</li> <li>6) ¿Favorece el tamaño de las quitas, o <i>haircuts</i>, (definidas por el banco central u otro regulador) de las transacciones el uso de esas transacciones? (sí/no)</li> </ol> <p><b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las seis preguntas. La suma de las seis calificaciones determina la etapa.</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th style="width: 25%;">Etapa 1</th> <th style="width: 25%;">Etapa 2</th> <th style="width: 25%;">Etapa 3</th> <th style="width: 25%;">Etapa 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-1</td> <td>2-3</td> <td>4-5</td> <td>6</td> </tr> </tbody> </table>				Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4	0-1	2-3	4-5	6
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4								
0-1	2-3	4-5	6								
<b>Políticas/Prácticas</b>											
<b>(2) Marco operativo de política monetaria</b>											
<p><b>Objetivo:</b> Evaluar si el marco operativo de la política monetaria propicia el desarrollo de los mercados monetarios.</p> <p><b>Preguntas principales:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Exige el marco de política monetaria el uso generalizado de tasas de interés como meta operativa? (sí/no)</li> <li>2) ¿Están las autoridades dispuestas a aceptar los costos de las operaciones basadas en el mercado? (sí/no)</li> <li>3) ¿Se cuenta con un marco operativo y con capacidad para la gestión de la liquidez del sector bancario? (sí/no)</li> </ol> <p><b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las tres preguntas. La suma de las tres calificaciones determina la etapa.</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th style="width: 25%;">Etapa 1</th> <th style="width: 25%;">Etapa 2</th> <th style="width: 25%;">Etapa 3</th> <th style="width: 25%;">Etapa 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0</td> <td>1</td> <td>2</td> <td>3</td> </tr> </tbody> </table>				Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4	0	1	2	3
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4								
0	1	2	3								
<b>(3) Operaciones de política monetaria</b>											
<p><b>Objetivo:</b> Evaluar si las operaciones de política monetaria propician el desarrollo de los mercados monetarios.</p> <p><b>Preguntas principales:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Excluyen las operaciones de política monetaria el uso de controles de las tasas de interés? (sí/no)</li> <li>2) ¿Las reservas excedentarias se remuneran con tasas de interés inferiores pero próximas a las de mercado para evitar socavar los incentivos que tienen los participantes en el mercado para negociar en el mercado? (sí/no)</li> <li>3) ¿Existe una banda para las tasas de interés de dinero a la vista (es decir, la diferencia entre las tasas pasivas y activas que los bancos reciben del banco central) fijada en un rango que no desincentive la negociación entre bancos? (sí/no)</li> <li>4) ¿Se usan los valores negociables (es decir, valores del banco central, valores públicos, o transacciones de reporto pasivo) para operaciones de absorción de liquidez sin depender fuertemente de instrumentos no negociables (servicios permanentes depósitos a plazo)? (sí/no)</li> <li>5) ¿Utiliza el banco central subastas competitivas de precios para realizar operaciones en el mercado abierto? (sí/no)</li> </ol> <p><b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las cinco preguntas. La suma de las cinco calificaciones determina la etapa.</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th style="width: 25%;">Etapa 1</th> <th style="width: 25%;">Etapa 2</th> <th style="width: 25%;">Etapa 3</th> <th style="width: 25%;">Etapa 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-1</td> <td>2-3</td> <td>4</td> <td>5</td> </tr> </tbody> </table>				Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4	0-1	2-3	4	5
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4								
0-1	2-3	4	5								

(continuación)

**Marco para el mercado monetario (continuación)**

<b>(4) Transparencia</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar la transparencia del mercado monetario.			
<b>Preguntas principales:</b>			
1) ¿Está la información sobre cotizaciones previa a la negociación disponible uniformemente para los participantes en el mercado de letras del tesoro o de valores del banco central, o ambos? (sí/no)			
2) ¿Está la información sobre cotizaciones previa a la negociación disponible uniformemente para los participantes en el mercado de repos?			
3) ¿Se publican a diario las principales tasas de interés a corto plazo de referencia? (sí/no)			
4) ¿Se toman medidas adecuadas para garantizar la fiabilidad de las tasas de interés de referencia (es decir, basadas en precios de transacciones o en cotizaciones firmes)? (sí/no)			
5) ¿Se publica la información de negociación sobre precios de mercado (diariamente, al cierre de la jornada) y volúmenes de negociación (mensualmente o con más frecuencia) de letras del tesoro y/o valores del banco central? (sí/no)			
6) ¿Se publica la información de negociación (como volumen de negociación) sobre mercados de repos (mensualmente o con más frecuencia)? (sí/no)			
<b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las seis preguntas. La suma de las seis calificaciones determina la etapa.			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
0-1	2-3	4-5	6
<b>(5) El marco jurídico para las transacciones de recompra</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar la solidez jurídica de las transacciones de recompra.			
<b>Preguntas principales:</b>			
1) ¿Se adoptan y se usan de forma generalizada acuerdos maestros escritos normalizados para transacciones de repos? (sí/no)			
2) ¿Respalda el marco jurídico (posiblemente corroborado por dictámenes jurídicos) la solidez jurídica de estas transacciones al permitir la transferencia completa de valores como garantía y la liquidación final neta cuando una contraparte incumple por insolvencia? (sí/no)			
3) ¿Es la autorización contractual para sustitución y reutilización de garantías compatible con el marco jurídico en términos más generales? (sí/no)			
4) ¿Propicia el marco tributario el desarrollo del mercado de repos? (sí/no)			
<b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las cuatro preguntas. La suma de las cuatro calificaciones determina la etapa.			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
0-1	2	3	4

El marco jurídico debe brindar la necesaria flexibilidad operativa a la hora de gestionar la cartera de repos. Es importante que el marco jurídico admita diferentes tipos de transacciones de repo con derecho de sustitución, en las cuales quienes venden un valor pueden tener o no derecho a recuperarlo y sustituirlo con otro de igual calidad y valor durante el plazo del repo. De forma similar, el marco jurídico debe permitir volver a hipotecar la garantía, en cuyo caso los compradores pueden reutilizar los valores recibidos como garantía en otras transacciones. Si el marco jurídico subyacente para los repos carece de esa flexibilidad (por ejemplo, la garantía está bloqueada para beneficio del comprador de los valores), las posibles ventajas del repo podrían reducirse considerablemente<sup>20</sup>.

<sup>20</sup>Para el inversionista reviste particular importancia contar con opinión jurídica externa sobre la exigibilidad de la transacción jurídica.

## **Componente básico 2: Mercado primario**

El mercado primario de bonos públicos es el fundamento de los MBML. El mercado primario proporciona financiamiento interno al gobierno. A través de este mercado, el gestor de la deuda aplica la estrategia de gestión de la deuda y establece la relación con los participantes en el mercado. Gracias a la capacidad que tiene el gestor de la deuda para influir directamente en unas cuantas variables —como la definición de instrumento de deuda, el calendario de subastas, y los procedimientos de emisión—, el mercado primario es el canal más directo del que dispone el gestor de la deuda para incidir positivamente en el mercado. El mercado primario también ofrece oportunidades regulares de comunicación bidireccional entre el emisor y los participantes en el mercado. Por lo tanto, las políticas del mercado primario son fundamentales a la hora de promover el desarrollo del mercado interno.

### **Indicadores de resultados**

#### **Deuda interna negociable como proporción de la deuda total del gobierno central**

La proporción de deuda interna negociable con respecto a la deuda total del gobierno central es una variable representativa del grado de dependencia de los préstamos en el mercado interno<sup>21</sup>. Una proporción mayor de deuda interna negociable emitida en moneda local, en comparación con la deuda total, está vinculada a etapas de desarrollo más avanzadas del mercado primario. Esto se ve reflejado en una proporción relativamente reducida de deuda externa en relación con la deuda interna total. Aunque algunas economías emiten deuda en moneda extranjera en el mercado local, su incapacidad para emitir un volumen adecuado de deuda en moneda local puede deberse a un grado insuficiente de desarrollo del MBML.

#### **Estabilidad del mercado financiero interno**

La estabilidad del financiamiento del mercado interno se define como una demanda en general estable de valores públicos, a menudo captada por la relación o ratio de cobertura de las pujas (*bid-to-cover ratio*). Un exceso de suscripción persistente de los valores ofrecidos es una señal de una demanda saludable y está asociada a etapas avanzadas de desarrollo del mercado primario. No obstante, en algunas economías de mercados emergentes y en desarrollo, las obligaciones del operador primario (OP) relativas a la participación mínima en subastas y la presencia de grandes inversionistas cautivos pueden dar lugar a relaciones de cobertura de las pujas persistentemente altas y ocultar la demanda subyacente.

---

<sup>21</sup>En esta nota de orientación la deuda interna se define como deuda emitida en moneda local en el mercado local. El mercado local está definido por jurisdicción emisora y no por la residencia de los tenedores.

### **Vencimiento medio de la deuda pública**

Una cartera de deuda del gobierno central en la que predominan las emisiones de valores a mediano y largo plazo es un indicio razonable de que la base de inversionistas es más madura. Una mayor proporción de valores negociables a mediano y largo plazo en la cartera de deuda del gobierno central suele estar asociada a etapas más avanzadas de desarrollo del mercado primario. A medida que el mercado se desarrolla, el vencimiento medio puede incrementarse mediante la emisión de instrumentos a largo plazo.

### **Emisiones a lo largo de la curva de rendimientos**

La curva de rendimientos se usa para la determinación de precios de los bonos y, por tanto, para las decisiones de los inversionistas. Una curva de rendimientos relativamente larga y con liquidez adecuada distribuida entre todos los vencimientos de referencia suele estar asociada a etapas avanzadas de desarrollo del mercado primario<sup>22</sup>.

### **Indicadores de política**

#### **Determinación de precios de mercado**

La adopción de procesos de determinación de precios de mercado basados en subastas es una señal de adhesión a políticas de transparencia y no intervención. Cuando los precios de los bonos son determinados por el emisor en lugar de ser autorizados o aceptados a tasas de mercado, y cuando esos precios no son coherentes con los fundamentos económicos, no es posible determinar el valor verdadero del título o instrumento en el mercado primario, y su atractivo para los inversionistas disminuye significativamente<sup>23</sup>. La menor demanda de los inversionistas podría generar presiones para que el banco central proporcione financiamiento monetario. La determinación de precios de mercado es esencial para ampliar los vencimientos de la deuda, establecer una curva de rendimientos y desarrollar el mercado secundario. En las etapas avanzadas de desarrollo de los mercados primarios, el emisor acepta el precio.

---

<sup>22</sup>Una curva de rendimientos —también denominada estructura de plazos de las tasas de interés— ilustra la relación entre los vencimientos y los rendimientos de los valores públicos.

<sup>23</sup>Un tope sobre la tasa de interés fijada por el emisor en las subastas es un tipo de determinación de precios no basada en el mercado.

### **Mecanismos de colocación basados en el mercado**

El uso de mecanismos de emisión basados en el mercado es una señal de compromiso con una mayor transparencia<sup>24</sup>. La emisión de forma continua (*tap issue*) o las colocaciones privadas no facilitan el descubrimiento de precios si se las compara con las emisiones mediante sindicación y subastas<sup>25</sup>. Los mercados primarios avanzados en economías avanzadas utilizan las subastas como mecanismo predominante de emisión; no obstante, las sindicaciones podrían ser útiles para nuevos vencimientos o nuevos tipos de instrumentos.

### **Previsibilidad y transparencia de las emisiones**

La previsibilidad en cuanto al momento de emisión en los mercados primarios refuerza la transparencia y da a los inversionistas e intermediarios tiempo para preparar sus balances. Esta previsibilidad es importante en el caso de los vencimientos a largo plazo, en los que el riesgo de mercado es mayor. Las tasas a las que se puede haber contraído deuda pública a mediano o largo plazo bilateralmente pueden incidir de forma sustancial en las valoraciones de bonos. La transparencia en cuanto al volumen y las características de la emisión de instrumentos individuales también ayuda a reducir la incertidumbre para ciertos inversionistas. En circunstancias normales, los mercados primarios en etapas avanzadas de desarrollo publicarían y observarían un calendario de emisiones de frecuencia por lo menos trimestral, con detalles sobre los volúmenes de emisión y las condiciones de cada instrumento, en especial los plazos.

### **Pronósticos de flujo de caja del gobierno**

La capacidad para producir pronósticos fiables de los flujos de caja del gobierno es crítica para que las emisiones sean predecibles y transparentes. Una función de gestión de caja bien desarrollada en el gobierno permite desvincular las emisiones de bonos de los déficits temporales de efectivo, lo cual permite cumplir con el calendario de emisiones y mejorar la previsibilidad para los inversionistas. Las autoridades encargadas de la gestión de la deuda deben tener acceso a un pronóstico fiable de las futuras posiciones de caja del gobierno que debe actualizarse con frecuencia; cuanto más largo el período del pronóstico, más fomentará la previsibilidad y transparencia de las emisiones.

---

<sup>24</sup>Algunos de los tipos de colocaciones son 1) subasta: la técnica de colocación más empleada por los gobiernos debido a su transparencia y sus ventajas en cuanto a costos; 2) sindicación: utilizada cuando la demanda es incierta (en caso de emisiones nuevas); 3) colocaciones privadas: el gobierno emite valores, por lo general con características específicas, directamente a un inversionista o grupo de inversionistas; y 4) emisiones o ventas continuas: el gobierno define las características de los valores que se venderán y el período de aceptación de pedidos o pujas. Pueden venderse a un precio mínimo o fijo, dependiendo de la demanda.

<sup>25</sup>Las emisiones continuas (*tap issues*), en este caso, ocurren cuando el emisor determina los precios de forma unilateral. Cabe señalar que difieren de los mecanismos continuos usados en el marco de las subastas, que otorgan a los inversionistas acceso a suscripciones no competitivas.

### **Transparencia de los resultados de subastas**

La transparencia de los resultados de las subastas es crucial para la transparencia del mercado. Los resultados de las subastas con información sobre las pujas y los montos aceptados; los precios de corte; y los precios mínimos, medios y máximos (rendimientos) de las pujas aceptadas deben divulgarse en la mayor medida posible el día de la subasta. Las etapas de desarrollo más avanzadas del mercado primario suelen estar asociadas a mayor transparencia y prontitud del anuncio de los resultados de las subastas.

### **Transparencia de la comunicación entre las autoridades y los participantes en el mercado**

La transparencia de la comunicación entre las autoridades y los participantes en el mercado reduce la incertidumbre para los inversionistas y facilita su participación en los mercados primario y secundario. Para lograr esta transparencia es necesario que las autoridades divulguen al mercado información que pueda afectar la determinación de precios de bonos, incluida información fiscal, indicadores de riesgo de la cartera de deuda, la estrategia de gestión de la deuda y el plan anual de endeudamiento. La comunicación regular entre las autoridades y los participantes en el mercado debe crear un diálogo sobre las condiciones del mercado, que conduzca a una mejor comprensión de los factores de la oferta y la demanda que permita mejorar la ejecución del programa de emisiones.

### **Fragmentación**

La proliferación de instrumentos de deuda crea distorsiones en los precios de bonos en el mercado primario y reduce la liquidez en el mercado secundario<sup>26</sup>. El gobierno central debe coordinar la emisión de su propia deuda y de su deuda negociable con garantía emitida por otras entidades. En el caso de que el banco central emita deuda, el gobierno y el banco central deben reducir al mínimo la fragmentación, para lo cual hay que diferenciar los plazos y evitar entrar al mercado alrededor del mismo tiempo. El gobierno central debe evitar emitir deuda no negociable para fines de financiamiento, con la posible excepción de pequeños volúmenes en el sector minorista.

<sup>26</sup>La liquidez de mercado puede evaluarse con el coeficiente de rotación (volúmenes de negociación divididos por el monto total de valores en circulación), el tamaño medio de transacción y los diferenciales entre los precios de demanda y oferta. En las comparaciones entre países es importante señalar que la definición de volúmenes de negociación no es uniforme entre los países (por ejemplo, algunos países publican la suma de los volúmenes declarados por los compradores y vendedores, y otros países ajustan los volúmenes declarados calculando un promedio. Algunos países también incluyen transacciones de repos y transacciones directas en sus informes).

### **Bonos de referencia**

Los bonos de referencia tienen por objeto incrementar el tamaño de valores en plazos clave, promoviendo así la liquidez y ayudando a establecer una curva de vencimientos<sup>27</sup>. Desarrollar una curva de rendimientos de referencia es un objetivo importante para los países que están interesados en desarrollar un mercado secundario líquido. Si bien resulta difícil cuantificar los beneficios y costos de desarrollar una curva de rendimientos, los beneficios —como el aumento de la competencia en el mercado, la disminución de la prima de liquidez y las externalidades positivas para el sector financiero más en general— suelen ser mayores que los costos. A medida que se desarrolla el mercado se observan reaperturas más regulares de líneas existentes de valores en segmentos de vencimientos clave. Los mercados avanzados suelen contar con políticas de bonos de referencia enfocadas en ciertos montos en vencimientos de importancia clave, de modo que el tamaño es lo bastante grande para permitir el desarrollo de una curva de rendimientos del mercado secundario. Una práctica recomendada es formular las políticas en estrecha consulta con los participantes en el mercado.

### **Gestión de caja y de deuda**

La gestión de caja es fundamental para establecer prácticas de emisión transparentes y previsibles y para controlar los riesgos de financiamiento. En varios mercados (incluidas las economías avanzadas), el gobierno mantiene un cierto nivel de reservas de efectivo o usa varios instrumentos (por ejemplo, valores a corto plazo, repos, depósitos) para reducir la volatilidad del flujo de caja y gestionar los riesgos de refinanciamiento<sup>28</sup>. La mayor magnitud de los valores a escala individual derivada de los bonos de referencia eleva los riesgos de refinanciamiento, que pueden mitigarse mediante la flexibilización del prefinanciamiento, el mantenimiento del producto obtenido y el uso de operaciones para gestionar pasivos (por ejemplo, recompras y sustituciones).

---

<sup>27</sup>Los bonos de referencia por lo general son bonos de tasa fija sin amortizaciones periódicas (bonos bala, o *bullet*) para sectores de vencimientos clave, que son los instrumentos más apropiados para construir una curva de rendimientos y que tienden a atraer una amplia gama de inversionistas con diferentes motivaciones y horizontes de inversión. Los bonos de tasa variable e indexados a la inflación podrían usarse como estrategia de transición para implantar valores de tasa fija en los casos en que la estabilidad macroeconómica sea problemática, debido a una expectativa firme de inflación alta. Además, en algunos países los valores de tasa variable y vinculados a la inflación también son instrumentos de financiamiento, pero suelen tener una liquidez mucho menor.

<sup>28</sup>A medida que se desarrolla el mercado local, el nivel requerido de reservas de efectivo tiende a reducirse, y adquiere más importancia la eficiencia con que se mantengan dichas reservas.

## Marco para el mercado primario

Resultados			
<b>(1) Deuda interna negociable como proporción de la deuda total del gobierno central</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar el grado en que se depende (del stock) de deuda interna para financiamiento.			
<b>Preguntas principales:</b> ¿Cuál es el tamaño del stock de deuda interna negociable denominada en moneda local como proporción de la deuda del gobierno central? <sup>1</sup>			
<b>Parámetros de referencia:</b>			
<b>Etapa 1</b>	<b>Etapa 2</b>	<b>Etapa 3</b>	<b>Etapa 4</b>
Menos de 25%	25%–50%	50%–75%	Más de 75%
<b>(2) Estabilidad del financiamiento del mercado interno</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar la estabilidad de la demanda general de valores públicos negociables.			
<b>Preguntas principales:</b> ¿Cuál es el nivel de demanda de valores del gobierno que refleja la relación de cobertura de las pujas?			
<b>Parámetros de referencia:</b>			
<b>Etapa 1</b>	<b>Etapa 2</b>	<b>Etapa 3</b>	<b>Etapa 4</b>
La suscripción es persistentemente insuficiente cuando se ofrecen valores.	La suscripción insuficiente de valores ocurre de forma esporádica.	La suscripción de valores es por lo general adecuada.	La suscripción de valores por lo general supera la cantidad ofrecida.
<b>(3) Vencimiento de valores públicos negociables en moneda local</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar la capacidad del gobierno para emitir valores de tasa fija a largo plazo y controlar sus exposiciones a los riesgos de refinanciamiento y tasas de interés.			
<b>Preguntas principales:</b>			
1) ¿Cuál es el plazo medio hasta el vencimiento de los valores negociables en circulación en moneda local? <sup>2</sup>			
2) ¿Cuál es la proporción de deuda que vence en un año como porcentaje del stock de valores en moneda local?			
3) ¿Cuál es el tiempo medio hasta la redeterminación de la tasa de los valores en circulación en moneda local?			
4) ¿Cuál es la proporción de deuda cuya tasa se redeterminará en un año como porcentaje del stock de valores en moneda local?			
<b>Parámetros de referencia:</b> Plazo medio hasta el vencimiento <sup>3</sup>			
<b>Etapa 1</b>	<b>Etapa 2</b>	<b>Etapa 3</b>	<b>Etapa 4</b>
Menos de 1 año	1–3 años	3–5 años	Más de 5 años
<b>Parámetros de referencia:</b> Porcentaje de deuda que vence en un año			
<b>Etapa 1</b>	<b>Etapa 2</b>	<b>Etapa 3</b>	<b>Etapa 4</b>
Más de 50%	25%–50%	15%–25%	Menos de 15%
<b>Parámetros de referencia:</b> Tiempo medio hasta la redeterminación			
<b>Etapa 1</b>	<b>Etapa 2</b>	<b>Etapa 3</b>	<b>Etapa 4</b>
Menos de 1 año	1–3 años	3–5 años	Más de 5 años
<b>Parámetros de referencia:</b> Porcentaje de deuda cuya tasa se redeterminará en un año			
<b>Etapa 1</b>	<b>Etapa 2</b>	<b>Etapa 3</b>	<b>Etapa 4</b>
Más de 70%	40%–70%	20%–40%	Menos de 20%
Etapa final del indicador definida por la consolidación de etapas de los cuatro subindicadores.			
<b>(4) Emisiones a lo largo de la curva de rendimientos</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar si la curva de rendimientos está bien distribuida entre los principales plazos.			
<b>Preguntas principales:</b> ¿Cuáles son la estructura y la longitud de la curva de rendimientos?			
<b>Parámetros de referencia:</b>			
<b>Etapa 1</b>	<b>Etapa 2</b>	<b>Etapa 3</b>	<b>Etapa 4</b>
Curva de rendimientos muy corta (menos de 1 año)	Curva de rendimientos de referencia relativamente corta (1–3 años) o curva más largo pero irregular, emisiones ad hoc para vencimiento de más de 3 años	Curva de rendimientos de referencia relativamente más larga (4–10 años) y emisiones regulares en principales segmentos de vencimiento	Se ha conformado curva de rendimientos extendida y bien distribuida (más de 10 años) y emisiones regulares en principales segmentos de vencimiento

(continuación)

**Marco para el mercado primario (continuación)**

<b>Políticas y prácticas</b>			
<b>(5) Determinación de precios de mercado</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar si el mecanismo de emisión adopta la determinación de precios de mercado.			
<b>Preguntas principales:</b> ¿Cómo se determinan los precios en el mecanismo de emisión?			
<b>Parámetros de referencia:</b>			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
Los precios son determinados por el emisor.	Por lo general no se autorizan subastas y/o sindicaciones a tasas de mercado.	Por lo general se autorizan subastas y/o sindicaciones a tasas de mercado.	Siempre se autorizan subastas y/o sindicaciones a tasas de mercado.
<b>(6) Mecanismos de colocación basados en el mercado</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar si la emisión adopta mecanismos basados en el mercado para las colocaciones.			
<b>Preguntas principales:</b> ¿Cuál es el mecanismo predominante de colocación para los valores?			
<b>Parámetros de referencia:</b>			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
Menos de 20% de los valores se emiten mediante subastas y/o sindicaciones.	20%–50% de los valores se colocan mediante sindicaciones y/o subastas y el resto con otros métodos.	50%–80% de los valores se colocan mediante sindicaciones y/o subastas, con las sindicaciones reservadas para instrumentos nuevos o bonos con plazos muy largos.	Por lo menos 80% de los valores se colocan mediante subastas y sindicaciones, con las sindicaciones reservadas para instrumentos nuevos o bonos con plazos muy largos.
<b>(7) Previsibilidad y transparencia de las emisiones</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar la previsibilidad de las emisiones reflejada, por ejemplo, en los detalles derivados de un calendario de emisiones, consultas en el mercado y cronograma de los anuncios de subastas.			
<b>Preguntas principales:</b>			
1) ¿Se publica un plan anual de endeudamiento que indique la necesidad de endeudamiento anual bruto del gobierno junto con el volumen de empréstitos internos negociables para el siguiente ejercicio fiscal? (sí/no) 2) ¿Se divulga el plan de emisiones con antelación por lo menos mensual o trimestral? (sí/no) 3) ¿Se divulga el volumen agregado de instrumentos que se emitirán como parte del plan de emisiones? (sí/no) 4) ¿Se divulgan los volúmenes agregados de plazos individuales como parte del plan de emisiones? (sí/no) 5) ¿Se realizan consultas en el mercado para preparar el plan de emisiones? (sí/no) 6) ¿La emisión efectiva se asemeja bastante a la prevista en el plan de emisiones? (sí/no) 7) ¿Existen reglas transparentes, claras y uniformemente aplicadas sobre criterios de participación, método de asignación, tratamiento de casos atípicos y la posibilidad y el momento de modificar el tamaño de una subasta? (sí/no) 8) ¿Se anuncian los detalles de la subasta de emisión por lo menos dos días hábiles antes de la emisión? (sí/no)			
<b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las ocho preguntas. La suma de las ocho calificaciones determina la etapa.			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
0–2	3–4	5–6	7–8
<b>(8) Pronósticos de flujo de caja del gobierno</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar el grado en que la gestión de caja del gobierno está organizada de modo que apoye la emisión de deuda interna negociable de una manera previsible y transparente.			
<b>Preguntas principales</b> ¿Se dispone de pronósticos agregados razonablemente fiables de flujos y saldos de caja del gobierno? <sup>24</sup>			
1) Pronósticos mensuales para el siguiente mes (sí/no) 2) Pronósticos semanales para el siguiente mes (sí/no) 3) Pronósticos diarios para el siguiente mes (sí/no) 4) Pronósticos trimestrales para el siguiente trimestre (sí/no) 5) Pronósticos mensuales para el siguiente trimestre (sí/no) 6) Pronósticos semanales para el siguiente trimestre (sí/no)			
<b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las seis preguntas. La suma de las seis calificaciones determina la etapa.			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
0–2	3–4	5	6

(continuación)

Marco para el mercado primario (continuación)

<b>(9) Transparencia de los resultados de las subastas</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar el grado de transparencia de los resultados de las subastas.			
<b>Preguntas principales:</b> 1) ¿Se anuncian los resultados de las subastas en menos de una hora el mismo día hábil? (sí/no) 2) ¿Se proporciona información sobre los montos ofrecidos y aceptados? (sí/no) 3) ¿Se proporciona información sobre el precio de corte y el precio medio (rendimientos) de las pujas aceptadas? (sí/no) 4) ¿Se proporcionan los precios máximo y mínimo (rendimientos) de las pujas aceptadas? (sí/no)			
<b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las cuatro preguntas. La suma de las cuatro calificaciones determina la etapa.			
<b>Etapa 1</b>	<b>Etapa 2</b>	<b>Etapa 3</b>	<b>Etapa 4</b>
0	1–2	3	4
<b>(10) Transparencia de la comunicación entre las autoridades y los participantes en el mercado</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar el nivel de transparencia y comunicación entre las autoridades y los participantes en el mercado, lo cual reduce la incertidumbre para los inversionistas y, por lo tanto, incrementa la participación en los mercados primario y secundario.			
<b>Preguntas principales:</b> 1) ¿Se produce y se actualiza anualmente la información sobre la estrategia de endeudamiento y el marco de gestión del riesgo? (sí/no) 2) ¿Se comunican las autoridades regularmente con los participantes en el mercado acerca de la estrategia de endeudamiento, las preferencias del mercado y las condiciones del mercado? (sí/no) 3) ¿Se publica mensualmente información sobre las finanzas públicas, la cartera de deuda y la actividad en el mercado primario en lo que va del año? (sí/no)			
<b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las tres preguntas. La suma de las tres calificaciones determina la etapa.			
<b>Etapa 1</b>	<b>Etapa 2</b>	<b>Etapa 3</b>	<b>Etapa 4</b>
0	1	2	3
<b>(11) Fragmentación del mercado</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar la consolidación y estandarización de las emisiones de valores negociables.			
<b>Preguntas principales:</b> 1) ¿Se emiten los valores del gobierno central y los valores con garantía del gobierno central dentro de un marco coordinado? (sí/no) 2) ¿Evitan el gobierno central y el banco central emitir valores con los mismos plazos? (sí/no) 3) ¿Evita el gobierno central emitir valores no negociables para fines de financiamiento? (sí/no)			
<b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las tres preguntas. La suma de las tres calificaciones determina la etapa.			
<b>Etapa 1</b>	<b>Etapa 2</b>	<b>Etapa 3</b>	<b>Etapa 4</b>
0	1	2	3
<b>(12) Bonos de referencia</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar la política sobre formación de bonos de referencia.			
<b>Preguntas principales:</b> 1) ¿Existe una política para desarrollar bonos de referencia? (sí/no) 2) ¿Se realizan reaperturas regulares de valores emitidos en los principales segmentos de vencimientos de referencia? (sí/no) 3) ¿Constituyen los bonos de referencia más del 50% de la emisión bruta de bonos negociables en moneda local? (sí/no) 4) ¿Se fija como meta una determinada cantidad de bonos de referencia para los principales vencimientos? (sí/no) 5) ¿Son los principales plazos los bastante amplios para desarrollar una curva de vencimientos del mercado secundario? (sí/no) 6) ¿Se realizan consultas con el mercado por lo menos anuales para determinar bonos de referencia? (sí/no)			
<b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las seis preguntas. La suma de las seis calificaciones determina la etapa.			
<b>Etapa 1</b>	<b>Etapa 2</b>	<b>Etapa 3</b>	<b>Etapa 4</b>
0–1	2–3	4–5	6

(continuación)

**Marco para el mercado primario (continuación)**

<b>(13) Gestión de caja y deuda</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar si se cuentan con instrumentos, políticas y capacidad de gestión de caja y deuda que permitan administrar los riesgos de refinanciamiento, incluidos los relacionados con el uso de bonos de referencia.			
<b>Preguntas principales:</b>			
1) ¿Usan las autoridades instrumentos de gestión de caja para cubrir déficits de efectivo a corto plazo? (sí/no)			
2) ¿Se permiten el prefinanciamiento y el mantenimiento del producto de ventas para hacer frente a reembolsos o amortizaciones a corto plazo? (sí/no)			
3) ¿Cuentan las autoridades con políticas y prácticas eficaces de gestión de caja para administrar los riesgos de refinanciamiento relacionados con el uso de bonos de referencia? (sí/no)			
4) ¿Existe una reserva de efectivo para hacer frente a necesidades de liquidez imprevistas? (sí/no)			
5) ¿Han realizado las autoridades operaciones de gestión de pasivos (como operaciones de recompra o sustitución)? (sí/no)			
<b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las cinco preguntas. La suma de las cinco calificaciones determina la etapa.			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
0-1	2-3	4	5

<sup>1</sup>En los casos de países sin una moneda nacional, la moneda extranjera utilizada puede considerarse la moneda nacional para fines del indicador.  
<sup>2</sup>Vencimiento en este caso es el vencimiento remanente, no el original. Si se usa financiamiento fiscal del banco central de forma generalizada, es posible que el plazo medio hasta el vencimiento no represente la capacidad del gobierno para emitir deuda a largo plazo. El plazo medio ajustado hasta el vencimiento considera el vencimiento de la deuda del banco central para financiar la compra de valores públicos.  
<sup>3</sup>Según las estadísticas sobre valores o títulos de deuda del BPI, todos los países (30 países) informaron plazos medios hasta el vencimiento (promedio de 2014–18) superiores a tres años, y 25 países informaron plazos medios hasta el vencimiento de más de cinco años.  
<sup>4</sup>Según la herramienta Evaluación del desempeño en materia de gestión de la deuda, definición DPI-11.1 de pronósticos de flujo de caja y gestión de saldos de caja.

## Componente básico 3: Mercado secundario

El mercado secundario brinda una plataforma segura y eficiente en función de los costos para que los participantes en el mercado negocien valores de forma equitativa y transparente. La estructura debe incluir a un número suficiente de intermediarios que negocien un volumen no menospreciable de valores, con precios normales y durante las fechas acordadas. Estos deben proporcionar a los inversionistas al por mayor varias opciones para comprar y vender sus valores con poca antelación y a un costo razonable. En términos más generales, el mercado secundario proporciona liquidez para los valores públicos que facilita la transformación de los plazos, permitiendo así que los inversionistas mantengan vencimientos más largos que los de sus pasivos, bajo el supuesto de que habrá liquidez disponible en el mercado secundario. El mercado secundario también ofrece a la entidad soberana una referencia para determinación de precios, lo cual contribuye al descubrimiento de precios sobre los costos del nuevo endeudamiento de la entidad soberana y para los prestatarios no soberanos. Por lo general, una etapa madura de desarrollo de los MBML se caracteriza por registrar una actividad saludable en el mercado secundario en toda la curva de rendimientos durante tiempos normales.

### Indicador de resultados

#### Liquidez y profundidad del mercado

La liquidez y profundidad del mercado permiten un descubrimiento de precios fiable. La liquidez del mercado puede medirse mediante el coeficiente de rotación, el tamaño medio de transacción y los diferenciales entre los precios de demanda y oferta. Se considera que un mercado de bonos es líquido cuando en el mercado secundario pueden ejecutarse negociaciones de bonos de un tamaño razonable (medidas por el coeficiente de rotación de valores públicos). Se considera que un mercado de bonos es profundo cuando se registran cantidades significativas de órdenes con diferenciales estrechos, y cuando las operaciones de gran tamaño (compra y venta) tienen un impacto limitado en los precios de mercado. En los mercados profundos, las operaciones pueden ejecutarse con costos bajos y diferenciales estrechos entre los precios de demanda y oferta<sup>29</sup>. Los mercados secundarios en etapas avanzadas de desarrollo suelen presentar coeficientes de rotación altos, transacciones de gran tamaño, diferenciales estrechos entre los precios de demanda y oferta, e instrumentos negociados a lo largo de toda la curva de rendimientos.

<sup>29</sup>Los diferenciales estrechos entre los precios de demanda y oferta denotan diferencias muy pequeñas entre el precio máximo que un comprador está dispuesto a pagar y el precio mínimo que un vendedor está dispuesto a aceptar; esto se debe sobre todo a una abundante liquidez e importantes volúmenes de negociación, y por consiguiente a una fuerte competencia de precios tanto en el lado de los compradores como de los vendedores.

## **Indicadores de política**

### **Transparencia antes y después de la operación**

La transparencia del mercado, mediante cotizaciones de precios y transacciones de mercado, mejoran la liquidez del mercado secundario. La transparencia puede medirse en función de la disponibilidad de información antes y después de una operación. En grados avanzados de desarrollo del mercado, las cotizaciones de precios ejecutables antes de la operación y la información sobre precios y volúmenes después de la operación están disponibles de forma coherente y oportuna.

### **Obligaciones de los agentes creadores de mercado**

Los países con un sistema financiero relativamente desarrollado podrían adoptar un sistema de operadores primarios (OP) para reforzar la liquidez en el mercado secundario<sup>30</sup>. Cabe recalcar que un sistema de OP no es una condición previa para contar con un mercado secundario líquido. Los mercados secundarios líquidos pueden desarrollarse sin un sistema de OP, pero los mercados secundarios pueden permanecer ilíquidos si los sistemas de OP son ineficientes o incipientes. No obstante, si las condiciones previas para la implementación de un sistema de OP están dadas, un sistema de ese tipo debidamente concebido puede fomentar la liquidez en el mercado secundario. Las principales obligaciones de los OP consisten en proporcionar cotizaciones de compra y de venta durante un cierto número de horas diarias dentro de un diferencial predefinido y el correspondiente volumen de negociación<sup>31</sup>. Si bien la obligación sobre las cotizaciones de compra-venta por lo general se basan en precios firmes, pueden usarse cotizaciones indicativas para que los OP tengan flexibilidad durante la fase inicial, cuando el proceso de descubrimiento de precios aún está en evolución. Otra obligación podría ser facilitar un volumen mínimo de operaciones durante un período determinado. Los OP deben ser evaluados periódicamente, y los que tienen un desempeño deficiente podrían ser reemplazados por nuevos participantes en el sistema de OP<sup>32</sup>.

### **Privilegios de los agentes creadores de mercado**

Los privilegios concedidos a los OP suelen incluir acceso exclusivo a subastas y operaciones de gestión de pasivos, acceso a subastas no competitivas en el mercado primario y acceso a servicios de préstamo de valores y de efectivo. En las etapas iniciales de desarrollo de un sistema de OP podrían concederse privilegios especiales, como acceso a líneas de crédito del banco central, pero se deben tomar precauciones para que tales mecanismos no estén en conflicto con el

<sup>30</sup>En esta nota se hace referencia indistintamente a los sistemas de OP y a la creación de mercado.

<sup>31</sup>Las cotizaciones de compra-venta suelen ser obligatorias en el caso de los bonos de referencia en emisión (*on-the-run*) y podrían ampliarse a otros bonos junto con la capacidad de mercado de los OP.

<sup>32</sup>Véase en el apéndice 5 un análisis más detallado de los sistemas de OP.

desarrollo del mercado o con los objetivos monetarios o de gestión de la deuda. Los privilegios de los OP deben ser proporcionales con las obligaciones, a fin de preservar los incentivos para participar en el sistema de OP.

### **Entorno de negociación**

Un entorno propicio de negociación ayuda a mejorar la eficiencia de las transacciones en los mercados secundarios. Aparte del mercado de repos, el mercado de instrumentos derivados sobre tasas de interés (es decir, canjes, o *swaps*, de tasas de interés y futuros sobre tasas de interés) y la capacidad para realizar ventas cortas o sobreventas (*short selling*) de valores ayudan a los operadores a gestionar los riesgos relacionados con las actividades de creación de mercado<sup>33</sup>. Las plataformas electrónicas de negociación también ayudan a incrementar la transparencia del mercado y a reforzar la supervisión de las transacciones de valores. Las condiciones analizadas en otros componentes básicos también inciden en los mercados secundarios<sup>34</sup>.

---

<sup>33</sup>El mercado de derivados sobre tasas de interés también permite a los inversionistas ajustar las exposiciones de tasa de interés a bajo costo, lo que apuntala su capacidad para invertir en bonos a largo plazo. La sobreventa de valores proporciona liquidez y es esencial para fines de gestión de riesgo por parte del operador, pero a veces puede amplificar la volatilidad, particularmente en los mercados menos líquidos. Las ventas cortas o sobreventas se categorizan en ventas en cubierto y en descubierto. Las ventas cortas en cubierto ocurren cuando los valores públicos se compran o toman en préstamo en la cantidad exacta para cubrir la posición corta. Un servicio de préstamo de valores también ofrece una alternativa para cubrir las ventas cortas. Las ventas cortas en descubierto ocurren cuando los valores públicos se venden sin antes haber obtenido en préstamo los valores ni haberse cerciorado de que se pueden obtener en préstamo. En general, las ventas cortas en cubierto se permiten para fines de creación de mercado, y las ventas cortas en descubierto son menos habituales.

<sup>34</sup>Un marco adecuado de negociación en el mercado secundario requiere la presencia de inversionistas con diferentes perfiles de inversión, sobre todo inversionistas no a largo plazo. Se necesitan una infraestructura de mercado financiero eficiente, un régimen reglamentario, sistemas tributarios y valores públicos desmaterializados. En las etapas avanzadas, los servicios de préstamo de valores mejoran la calidad de la creación de mercado.

**Marco para el mercado secundario**

Resultado			
(1) Liquidez y profundidad del mercado			
<b>Objetivo:</b> Evaluar la capacidad de los inversionistas para ejecutar órdenes de compra y venta en el mercado secundario de una manera eficaz en función de los costos y puntual, con efecto limitado en el precio de un valor.			
<b>Preguntas principales:</b> 1) ¿Son los montos de las transacciones y los volúmenes de negociación de los principales plazos suficientes para cubrir la demanda de compra y venta de los bancos? (sí/no) 2) ¿Son los montos de las transacciones y los volúmenes de negociación de los principales plazos suficientes para cubrir la demanda de compra y venta de los inversionistas institucionales? (sí/no) 3) ¿Se negocian valores en toda la curva de rendimientos? (sí/no)			
<b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las tres preguntas. La suma de las tres calificaciones determina la etapa.			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
0	1	2	3
<b>Indicadores complementarios</b>			
<b>Preguntas principales:</b> 4) ¿Cuál es el coeficiente de rotación diaria del mercado de valores públicos?			
Rango 1	Rango 2	Rango 3	Rango 4
—	Menos de 0,5%	0,5%–1,0%	Más de 1,0%
5) ¿Cuál es el diferencial medio entre precios de demanda y oferta de bonos de referencia en emisión de 10 años (en cuanto a rendimiento)? <sup>1</sup>			
Rango 1	Rango 2	Rango 3	Rango 4
No existe diferencial, o más de 100 puntos básicos	100—20 puntos básicos	20—5 puntos básicos	Menos de 5 puntos básicos
<b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben calificaciones de 1–4 para las preguntas (d) y (e). La suma de las dos calificaciones determina la etapa.			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
2	3–4	5–6	7–8
Políticas/Prácticas			
(2) Transparencia previa a la negociación			
<b>Objetivo:</b> Evaluar si se dispone de informes sobre el mercado secundario previos a la negociación.			
<b>Preguntas principales:</b> 1) ¿Están normalmente disponibles de forma inmediata los precios de los valores? (sí/no) 2) ¿Cotizan los agentes de mercado diariamente precios indicativos de valores públicos? (sí/no) 3) ¿Cotizan los agentes de mercado diariamente precios firmes de valores de referencia en emisión? (sí/no)			
<b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las tres preguntas. La suma de las tres calificaciones determina la etapa.			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
0	1	2	3
(3) Transparencia posterior a la negociación			
<b>Objetivo:</b> Evaluar el grado de transparencia de la información sobre negociación en el mercado secundario.			
<b>Preguntas principales:</b> 1) ¿Se dispone públicamente de información diaria posterior a la negociación sobre el precio y el volumen de valores individuales? (sí/no) 2) ¿Hay fuentes oficiales o proveedores de precios que proporcionan a diario referencias regulares de diferentes puntos en la curva de rendimientos del mercado secundario? (sí/no) 3) ¿Están disponibles públicamente el modelo y la metodología para un modelo de curva de rendimientos? (sí/no)			
<b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las tres preguntas. La suma de las tres calificaciones determina la etapa.			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
0	1	2	3

*(continuación)*

**Marco para el mercado secundario (continuación)**

<b>(4) Obligaciones de agentes creadores de mercado</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar si el marco para las obligaciones de los agentes creadores de mercado propicia la actividad en valores públicos en el mercado secundario.			
<b>Preguntas principales:</b> 1) ¿Son las obligaciones de los agentes creadores de mercado proporcionales con las condiciones del mercado secundario? (sí/no) 2) ¿Están los creadores de mercado obligados a proporcionar una cotización de compra-venta dentro de un diferencial razonablemente reducido? (sí/no) 3) ¿Están los creadores de mercado obligados a proporcionar una cotización de compra-venta para un determinado volumen mínimo de valores? (sí/no) 4) ¿Están los creadores de mercado obligados a proporcionar una cotización de compra-venta por un determinado número mínimo de horas al día? (sí/no) 5) ¿Están los creadores de mercado obligados a proporcionar cotizaciones firmes? (sí/no) 6) ¿Están los creadores de mercado obligados a garantizar un cierto nivel mínimo de operaciones de negociación? (sí/no)			
<b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las seis preguntas. La suma de las seis calificaciones determina la etapa.			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
0-1	2-3	4-5	6
<b>(5) Privilegios de agentes creadores de mercado</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar si el marco para los privilegios de agentes creadores de mercado propicia la actividad en valores públicos en el mercado secundario.			
<b>Preguntas principales:</b> 1) ¿Se han diseñado los privilegios y las obligaciones de agentes creadores de mercado de forma que estén equilibradas? (sí/no) 2) ¿Recompensan las autoridades el desempeño de los agentes creadores de mercado con acceso a valores públicos u operaciones de gestión de deuda? (sí/no) 3) ¿Conceden las autoridades a los agentes creadores de mercado acceso exclusivo a servicios de repos o de préstamo de valores? (sí/no)			
<b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las tres preguntas. La suma de las tres calificaciones determina la etapa.			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
0	1	2	3
<b>(6) Entorno de negociación</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar si hay un entorno propicio para la negociación en el mercado secundario.			
<b>Preguntas principales:</b> 1) ¿Existe una plataforma electrónica de negociación que permita a los operadores cotizar precios entre sí de manera ordenada y fluida? (sí/no) 2) ¿Están permitidas las ventas cortas de valores públicos para fines de creación de mercado? (sí/no) 3) ¿Se dispone de instrumentos de cobertura (es decir, <i>swaps</i> o canjes de tasas de interés y futuros sobre tasas de interés)? (sí/no) 4) ¿Se dispone de instrumentos de cobertura (es decir, <i>swaps</i> o canjes de tasas de interés y futuros sobre tasas de interés) con suficiente liquidez? (sí/no)			
<b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las cuatro preguntas. La suma de las dos calificaciones determina la etapa.			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
0-1	2	3	4

<sup>1</sup>Este indicador complementario debe interpretarse con considerable margen de error. Debido a limitaciones de los datos, el indicador no tiene en cuenta el tamaño de las transacciones individuales, que podrían incidir significativamente en los diferenciales entre los precios de demanda y oferta. La muestra de países con respecto a la cual se dispone de datos también se reduce solamente a economías avanzadas y a algunas economías de mercados emergentes.

## **Componente básico 4: Base de inversionistas**

Una base de inversionistas profunda y diversificada garantiza que exista una demanda de valores públicos, lo cual apuntala la resiliencia del mercado durante períodos de tensión. Desarrollar una base de inversionistas diversa, con agentes con diferentes horizontes de inversión y preferencias de riesgo-rendimiento, en particular inversionistas institucionales, permite al gobierno distribuir el riesgo en su cartera de deuda y ayuda a alargar la curva de rendimientos. El tamaño absoluto del sector financiero interno determina en gran medida la capacidad de absorción interna de bonos del gobierno, y la estructura del sector financiero puede incidir mucho en la liquidez del mercado.

### **Indicadores de resultados**

#### **Participantes en el mercado**

La base de inversionistas afecta significativamente el ritmo y el grado de desarrollo de los mercados monetario, primario y secundario. Los bancos comerciales suelen desempeñar un papel importante en los países en desarrollo, normalmente como inversionistas predominantes de bonos del gobierno y como intermediarios en la negociación de esos bonos. El tamaño del sector bancario en relación con la economía define en términos generales su capacidad de absorción de valores públicos. La estructura del sector bancario incide de forma importante en las actividades de negociación y los mercados secundarios, en los cuales un sector bancario muy concentrado puede menoscabar los incentivos que tienen los bancos para negociar<sup>35</sup>. Los inversionistas no bancarios aportan diferentes preferencias en cuanto a riesgo-rendimiento y horizontes de inversión en el mercado de bonos públicos, en comparación con las preferencias en ese sentido de los bancos comerciales. Por lo general, los fondos de pensiones y las empresas de seguros prefieren activos con plazos más largos que se compaginen con sus pasivos a más largo plazo, lo cual determina en gran medida la capacidad del gobierno para emitir valores de más largo plazo y, por lo tanto, facilita la ampliación de la curva de rendimientos. En cambio, los fondos comunes de inversión en el mercado monetario en general prefieren valores con plazos más cortos. Los fondos de inversión libre o de cobertura (*hedge funds*) también son agentes importantes en algunos mercados de bonos públicos, si bien estos intermediarios suelen aparecer en una etapa posterior de desarrollo; estos fondos contribuyen a la liquidez del mercado mediante una negociación más activa. Una base de inversionistas desarrollada debería tener una gama profunda y diversa de participantes bancarios y no bancarios.

<sup>35</sup>Los bancos tienden a negociar valores para fines de gestión de la liquidez, lo cual ayuda a promover la actividad en el mercado secundario. Una fuerte concentración del sector bancario tiende a convertirse en una restricción rígida para la liquidez del mercado en los países en desarrollo con sistemas bancarios más pequeños, aunque ese no siempre sea el caso para los que cuentan con un sistema financiero grande.

### **Gestión de la relación con los inversionistas**

La gestión activa de las relaciones con los inversionistas es útil para afianzar la base de inversionistas<sup>36</sup>. Al comprender el perfil de riesgo-rendimiento y las restricciones que enfrentan los principales inversionistas se cuenta con una base firme para compaginar las emisiones con la posible demanda, y ayuda a reducir los costos de financiamiento en períodos normales. También ayuda al gobierno a seguir contando con acceso al mercado durante períodos de tensión. En los mercados avanzados hay un flujo recíproco y mutuamente beneficioso de comunicaciones entre las autoridades y los participantes en el mercado.

### **Inversionistas institucionales internos**

La diversificación de la base de inversionistas es una prioridad para muchos países. Los marcos tributario, contable y reglamentario deben ser coherentes con el objetivo de desarrollar la base de inversionistas institucionales (véase un análisis más a fondo en el componente básico 6). Los mecanismos de inversión colectiva (MIC; por ejemplo, fondos de inversión) sirven para incentivar la participación de inversionistas minoristas y a la vez evitar el uso amplio de productos destinados a un segmento específico, lo cual puede fragmentar el mercado. Las reformas de las pensiones públicas pueden contribuir a fomentar el ahorro interno, aunque tales reformas deben formularse teniendo en cuenta consideraciones más generales. Los mercados en etapas avanzadas suelen contar con un entorno de políticas que favorecen el desarrollo de los inversionistas institucionales internos.

### **Financiamiento directo del banco central**

Los préstamos del banco central al gobierno son perjudiciales para el desarrollo de los MBML<sup>37</sup>. Varias prácticas arraigadas impiden el financiamiento monetario: prohibición por ley de todas las formas de financiamiento monetario, imposición por ley de límites sobre fines y duraciones de anticipos de efectivo, prohibición por ley de la participación del banco central en el mercado primario<sup>38</sup>, y divulgación de las tenencias del banco central de valores públicos. El financiamiento monetario tiende a ocurrir cuando las necesidades de financiamiento de los bonos del gobierno superan la capacidad de absorción de los inversionistas de bonos internos y externos. Además de distorsionar el descubrimiento de precios (y el desarrollo del mercado secundario), el financia-

<sup>36</sup>Véase más información en Knight y Northfield (2020).

<sup>37</sup>Algunos bancos centrales de economías de mercados emergentes y en desarrollo han brindado financiamiento al gobierno de diversas formas en meses recientes tras la volatilidad de mercado registrada en marzo de 2020 y las mayores necesidades fiscales derivadas de la pandemia. Los bancos centrales que gozan de mayor credibilidad en cuanto a sus políticas han dispuesto de mayor margen para cumplir esta función, pero la mayoría de los participantes en el mercado prevén que estos mecanismos sean solo transitorios.

<sup>38</sup>Estas prohibiciones o limitaciones legislativas por lo general están contempladas en la ley “orgánica” del banco central.

miento monetario tiene efectos adversos en la inflación y la posición externa, y socava la confianza de los inversionistas en el gobierno. Los mercados más avanzados no dependen del financiamiento monetario del banco central para el financiamiento del gobierno.

### **Inversionistas externos**

La participación de inversionistas no residentes puede reforzar la base de inversionistas, pero debe estar sujeta a una supervisión minuciosa y salvaguardia robustas. Los inversionistas no residentes aportan diferentes perspectivas de inversión al MBML, a menudo incrementando la liquidez del mercado secundario; no obstante, son más sensibles a las condiciones del mercado mundial y podrían amplificar la volatilidad del mercado. Las autoridades tendrán que sopesar las disyuntivas que plantea la participación de inversionistas no residentes en el mercado interno de bonos públicos. Los inversionistas no residentes por lo general invierten en mercados más maduros o grandes ya que suelen exigir una liquidez de mercado suficiente, instrumentos de cobertura, procedimientos administrativos del tipo de cambio que favorezcan a los inversionistas y marcos tributarios predecibles (véase un análisis más a fondo en el componente básico 6)<sup>39</sup>. Además, la inclusión de bonos internos en los índices mundiales es una señal de que el mercado está bien desarrollado y es atractivo para los inversionistas externos.

### **Inversionistas a largo plazo**

Contar con una base de inversionistas a largo plazo acarrea disyuntivas importantes para el desarrollo del mercado. Una presencia firme de inversionistas institucionales a largo plazo (por ejemplo, fondos de pensiones y empresas de seguro) podría servir como fuente fiable de financiamiento para inversión a largo plazo, lo que contribuiría a la resiliencia del mercado de deuda. No obstante, depender excesivamente de los inversionistas a largo plazo, en especial a través de inversionistas cautivos, puede restringir gravemente la actividad en el mercado secundario y resultar perjudicial para la diversificación ulterior de la base de inversionistas. Las estrategias de inversión a largo plazo pueden obedecer a varios factores, incluidos los de índole estructural<sup>40</sup>, pero los marcos jurídicos y reglamentarios (es decir, regulaciones tributarias, contables, bancarias y de instituciones financieras) podrían contribuir al fenómeno. Algunos ejemplos de estos aspectos son un tratamiento impositivo desfavorable de las ventas secundarias (por ejemplo, en las ganancias atribuibles a intereses devengados), retenciones de impuestos de inversionistas institucionales e impuestos a transacciones, falta de transparencia en las reglas de valoración, y tasas de referencia para las valoraciones a precios

<sup>39</sup>Los países que no reúnen estas condiciones por lo general emiten bonos internacionales denominados en una moneda de reserva mundial en el mercado internacional de capitales.

<sup>40</sup>Por ejemplo, la falta de evolución o una alta concentración del sector bancario menoscaba los factores que incentivan a los bancos a negociar.

de mercado que no están claramente definidas en el marco reglamentario<sup>41</sup>. Las regulaciones de liquidez excesivamente alta para los bancos y de requisitos de inversión para los fondos de pensiones y las empresas de seguros también podrían incentivar la inversión a largo plazo<sup>42</sup>. Los mercados en etapas avanzadas de desarrollo por lo general están en un entorno que mitiga los comportamientos de inversión a largo plazo.

---

<sup>41</sup>El sistema tributario debe ser equitativo y en general neutral para todos los tipos de inversionistas (véase un análisis más a fondo en el componente básico 6). Un tratamiento tributario neutral de todos los tipos de instituciones financieras requiere la abolición de la doble tributación del ahorro en los fondos comunes de inversión, los fondos de pensiones y los seguros de vida. De igual forma, a los inversionistas que invierten a través de fondos de inversión, fondos comunes de inversión y fondos de pensiones no se les debe poner en una situación menos favorable de la que tendrían si hubieran invertido directamente. A menudo resulta crítico simplificar el régimen tributario de los valores públicos, entre otras formas eliminando los impuestos de timbre, el tratamiento preferencial entre diferentes tipos de inversionistas y los puestos sobre las transacciones. Las reglas contables y de valoración generan una importante interacción con el sistema tributario porque, por ejemplo, las transacciones de recompra podrían dar lugar a ganancias por valoración. Las reglas de valoración a precios de mercado y el uso de carteras disponibles para venta son particularmente importantes para crear una estructura regulatoria que propicie el desarrollo del mercado secundario, ya que si no pueden vender sus tenencias en el mercado los inversionistas podrían sentirse menos incentivados a mantener valores a mediano y largo plazo.

<sup>42</sup>Las regulaciones de liquidez de los bancos y los requisitos de inversión de los fondos de pensiones y las empresas de seguro pueden crear una demanda artificialmente estable de bonos públicos. Cuando estos requisitos están presentes en niveles altos, por consideraciones prudenciales, surge un patrón de inversiones que se mantiene hasta el vencimiento porque los inversionistas cautivos solo pueden vender activos en el mercado secundario con pérdida. Las instituciones del sector público pueden presentar un comportamiento de inversión similar, lo cual desvirtúa la función de descubrimiento de precios de los mercados y entorpece el desarrollo del mercado secundario.

**Cuadro 5. (continuación)**

**Marco para la base de inversionistas**

<b>Resultados</b>			
<b>(1) Participantes en el mercado</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar si la base de inversionistas promueve el desarrollo del mercado de bonos en moneda local.			
<b>Preguntas principales:</b>			
1) ¿Es el sector bancario lo bastante profundo y diversificado para desarrollar una curva de rendimientos a corto plazo? (sí/no)			
2) ¿Es el sector bancario lo bastante profundo y diversificado para desarrollar un mercado de repos? (sí/no)			
3) ¿Es la base de inversionistas lo bastante profunda para atender las necesidades de financiamiento del gobierno? (sí/no)			
4) ¿Está el sector no bancario lo bastante diversificado para ampliar los vencimientos de los valores públicos? (sí/no)			
5) ¿Es el sector bancario lo bastante profundo y diversificado para apoyar al mercado secundario? (sí/no)			
6) ¿Existe una presencia significativa de inversionistas a largo plazo? (sí/no)			
<b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las seis preguntas. La suma de las seis calificaciones determina la etapa.			
<b>Etapa 1</b>	<b>Etapa 2</b>	<b>Etapa 3</b>	<b>Etapa 4</b>
0–1	2–3	4–5	6
<b>Indicador complementario (1)-1 Profundidad y diversidad del sector bancario</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar la profundidad y diversidad del sector bancario.			
<b>Preguntas principales:</b>			
1) ¿Cuál es el tamaño de los activos totales del sector bancario con respecto al PIB? (base de datos: IFS)			
Rango 1 Menos de 50%	Rango 2 50%–75%	Rango 3 75%–100%	Rango 4 Más de 100%
2) ¿Cuál es la proporción de los tres bancos principales en los activos totales del sector bancario? (base de datos: Estructura Financiera del Banco Mundial)			
Rango 1 Más de 90%	Rango 2 75%–90%	Rango 3 50%–75%	Rango 4 Menos de 50%
<b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben calificaciones de 1 a 4 en las dos preguntas. La suma de las dos calificaciones determina la etapa. Los umbrales para (1) y (2) se basan en la distribución de los países de mercados emergentes y en desarrollo en la base de datos.			
<b>Etapa 1</b>	<b>Etapa 2</b>	<b>Etapa 3</b>	<b>Etapa 4</b>
2	3–4	5–6	7–8
<b>Indicador complementario (1)-2 Profundidad y diversidad del sector bancario</b>			
<b>Objetivo:</b> Evaluar la profundidad y diversidad del sector no bancario.			
<b>Preguntas principales:</b>			
1) ¿Cuál es el tamaño de los activos totales de los inversionistas internos no bancarios (fondos de pensiones, empresas de seguros y fondos de inversión) con respecto al PIB? (base de datos: IFS)			
Rango 1 Menos de 10%	Rango 2 10%–25%	Rango 3 25%–50%	Rango 4 Más de 50%
2) ¿Cuál es la proporción de inversionistas internos no bancarios en tenencias de bonos públicos? (base de datos: Base de inversionistas de deuda soberana en mercados emergentes del FMI)			
Rango 1 Menos de 10%	Rango 2 10%–25%	Rango 3 25%–40%	Rango 4 Más de 40%
<b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben calificaciones de 1 a 4 en las dos preguntas. La suma de las dos calificaciones determina la etapa. Los umbrales para (1) se basan en la distribución de los países de mercados emergentes y en desarrollo en la base de datos. Los umbrales para (2) se basan en la encuesta.			
<b>Etapa 1</b>	<b>Etapa 2</b>	<b>Etapa 3</b>	<b>Etapa 4</b>
2	3–4	5–6	7–8

(continuación)

**Marco para la base de inversionistas (continuación)**

Políticas y prácticas			
(2) Gestión de la relación con los inversionistas			
<p><b>Objetivo:</b> Evaluar las prácticas de comunicación entre las autoridades y los participantes en el mercado.</p> <p><b>Preguntas principales:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Tienen las autoridades una unidad formal de relaciones con los inversionistas que se encarga de esas funciones? (sí/no)</li> <li>2) ¿Existe una comunicación bidireccional regular entre las autoridades y los participantes en el mercado acerca de las estrategias de endeudamiento y emisión, las preferencias del mercado y las condiciones del mercado? (sí/no)</li> <li>3) ¿Realizan las autoridades consultas más generales con los inversionistas mediante foros (como conferencias anuales de inversionistas)? (sí/no)</li> <li>4) ¿Existe una página web dedicada a temas relacionados con la gestión de la deuda pública con contenido útil para los inversionistas? (sí/no)</li> </ol> <p><b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las cuatro preguntas. La suma de las cuatro calificaciones determina la etapa.</p>			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
0-1	2	3	4
(3) Inversionistas institucionales internos			
<p><b>Objetivo:</b> Evaluar si el marco de política favorece el desarrollo de los inversionistas institucionales internos.</p> <p><b>Preguntas principales:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Son los marcos tributario, contable y reglamentario compatibles con el objetivo de desarrollar una base de inversionistas institucionales (fondos de pensiones y/o empresas de seguros) en el mercado de valores públicos? (sí/no)</li> <li>2) ¿Existen políticas para reforzar los canales de distribución para los inversionistas minoristas? (sí/no)</li> <li>3) ¿Los mecanismos de inversión colectiva de renta fija invierten activamente en el mercado de valores públicos? (sí/no)</li> <li>4) ¿Se han adoptado políticas eficaces para estimular el ahorro nacional y proporcionar una fuente de demanda de bonos a largo plazo (como la introducción de programas de pensiones públicas financiadas)? (sí/no)</li> </ol> <p><b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las cuatro preguntas. La suma de las cuatro calificaciones determina la etapa.</p>			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
0-1	2	3	4
(4) Financiamiento monetario del banco central			
<p><b>Objetivo:</b> Evalúa si el financiamiento proveniente del banco central está prohibido o debidamente limitado.</p> <p><b>Preguntas principales:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Prohíbe la legislación que el banco central otorgue préstamos al gobierno? (sí/no)</li> <li>2) Si están autorizados los anticipos temporales al gobierno, ¿están estos debidamente circunscritos (por ejemplo con límites cuantitativos de aproximadamente 10%–15% de los ingresos fiscales ordinarios previos, remunerados con tasas de mercado o de política monetaria, para fines extraordinarios y por periodos limitados)? (sí/no)</li> <li>3) ¿Se le prohíbe al banco central participar en las subastas del mercado primario de valores públicos? (sí/no)</li> <li>4) ¿Se divulgan mensualmente las tenencias de valores públicos del banco central? (sí/no)</li> <li>5) ¿Puede el banco central reducir sus tenencias de valores públicos vendiéndolas en el mercado secundario o retirándolas una vez que venzan? (sí/no)</li> </ol> <p><b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las cinco preguntas. La suma de las cinco calificaciones determina la etapa.</p>			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
0-1	2-3	4	5

(continuación)

## NOTA DE ORIENTACIÓN PARA EL DESARROLLO DE MERCADOS DE BONOS EN MONEDA LOCAL PÚBLICOS

(5) Inversionistas externos			
<p><b>Objetivo:</b> Evaluar si el entorno operativo y los marcos de políticas relativos al mercado local de bonos sirven para atraer inversionistas externos (en el caso de países que consideran que la inversión externa es conveniente, tras analizar las ventajas y los riesgos).</p>			
<p><b>Preguntas principales:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Se les permite a los inversionistas externos invertir en valores públicos sin límites cuantitativos? (sí/no)</li> <li>2) Si existen procedimientos administrativos relativos a las transacciones en moneda extranjera, ¿están suficientemente simplificados para los inversionistas externos? (sí/no)</li> <li>3) ¿Favorecen las reglas sobre moneda local (como saldos de caja, sobregiros y endeudamiento) la inversión externa en valores públicos? (sí/no)</li> <li>4) ¿Se eliminan los impuestos de retención sobre el ingreso financiero y las ganancias de capital en el caso de los inversionistas externos? (sí/no)</li> <li>5) ¿Pueden los inversionistas externos liquidar y mantener valores públicos locales en el mercado interno sin cuentas locales en moneda local? (sí/no)</li> <li>6) ¿Tienen los mercados de cobertura cambiaria (mercados de divisas a plazo) suficiente profundidad y liquidez disponible? (sí/no)</li> </ol>			
<p><b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las seis preguntas. La suma de las seis calificaciones determina la etapa.</p>			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
0-1	2-3	4-5	6
(6) Inversionistas a largo plazo			
<p><b>Objetivo:</b> Evaluar si el marco reglamentario mitiga el efecto del comportamiento de inversión a largo plazo entre los inversionistas.</p>			
<p><b>Preguntas principales:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Es el marco tributario neutral con respecto a la negociación de valores públicos (es decir, está exento de impuestos retenidos, impuestos a transacciones y prorrateo de cupones)? (sí/no)</li> <li>2) ¿Existen reglas transparentes de contabilidad/valoración para las tenencias de bonos públicos de los bancos y otros inversionistas institucionales? (sí/no)</li> <li>3) ¿Están claramente definidas y disponibles diariamente las tasas de referencia para valoraciones a precios de mercado? (sí/no)</li> <li>4) ¿Las regulaciones de liquidez para los bancos y su implementación evitan desalentar excesivamente a los bancos de negociar valores públicos? (sí/no)</li> <li>5) ¿Gozan los fondos de pensiones y las empresas de seguros de libertad para gestionar sus carteras de bonos públicos sin requisitos de tenencias mínimas? (sí/no)</li> </ol>			
<p><b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las cinco preguntas. La suma de las cinco calificaciones determina la etapa.</p>			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
0-1	2-3	4	5

## Componente básico 5: Infraestructura del mercado financiero

Una infraestructura del mercado financiero (IMF) facilita el flujo ordenado y la liquidación de transacciones en el mercado monetario y en los mercados primario y secundario, apuntala la confianza de los inversionistas y estimula el ritmo de expansión del mercado. El grado de desarrollo y el funcionamiento de la infraestructura de custodia y liquidación es un determinante importante del riesgo sistémico. Si no existe una infraestructura sólida para la liquidación de valores, un mercado puede verse expuesto a importantes riesgos sistémicos. Por lo tanto, que una parte no liquide una transacción importante puede dar lugar a una serie de incumplimientos.

Los sistemas que se usen para liquidar y compensar transacciones en el mercado financiero deben ser seguros, eficientes en función de los costos y fáciles de usar. La infraestructura del mercado financiero debe tener un claro fundamento jurídico, proporcionar entrega contra pago (ECP), estar sujeta a supervisión regulatoria y contar con la capacidad necesaria para procesar volúmenes de negociación dentro del ciclo de liquidación seleccionado. En etapas avanzadas, la IMF puede facilitar el flujo ordenado de transacciones para diferentes categorías de inversionistas con grado elevado de certidumbre y bajos costos. En el futuro, las nuevas tecnologías financieras podrían ser decisivas para incrementar la eficiencia y reducir los riesgos para los emisores y los agentes del mercado. Es importante que los gestores de deuda vigilen la evolución de estas tecnologías.

### Indicadores de desempeño

#### Plataformas tecnológicas de IMF

Los sistemas electrónicos mejoran la eficiencia y reducen los riesgos. Los sistemas básicos de IMF comprenden sistemas de emisión de valores públicos<sup>43</sup>, registros de valores, sistema de liquidación bruta en tiempo real (LBTR), centrales depositarias de valores (CDV) y sistemas de liquidación de valores. La interconectividad entre los sistemas básicos es esencial. Los sistemas modernos facilitan pagos electrónicos, liquidación rápida y eficiente y con bajo riesgo de altos volúmenes de transacciones y procesamiento directo entre sistemas básicos. Mejoran la transparencia en el mercado, respaldan la supervisión del cumplimiento de las medidas contra el lavado de dinero y brindan una oportunidad para establecer vínculos transfronterizos. En un mercado financiero pequeño, los sistemas parcialmente manuales y electrónicos pueden ser más eficaces en función de los costos y más eficientes. Es necesario llevar a cabo una evaluación pragmática de los costos y beneficios basada en las limitaciones que plantea el tamaño del mercado.

<sup>43</sup>Los sistemas de subasta de valores públicos se incluyen como sistemas de la IMF para fines de evaluación porque está tornándose habitual que los países en desarrollo adquieran sistemas integrados que incluyen sistemas de subasta de valores públicos.

### **Valores desmaterializados**

Los valores desmaterializados hacen más seguros los activos y más eficiente la liquidación<sup>44</sup>. Los valores desmaterializados se mantienen como saldos de crédito en cuentas de valores, y suelen guardarse en registros electrónicos. Si se emiten dentro de marcos jurídicos bien concebidos, los valores desmaterializados son seguros y verificables, a diferencia de los valores físicos, que deben mantenerse en un lugar seguro, y cuyo propietario es difícil de comprobar si se pierden o son robados. Los valores desmaterializados son un requisito previo de los sistemas de liquidación y compensación eficaces.

### **Riesgo de compensación y liquidación (para una CDV o cámara de compensación de contraparte central)**

Un marco de IMF debe reducir a un mínimo los riesgos de contraparte y de mercado durante la compensación y liquidación. Sobre la base de la legislación que promueve la desmaterialización de los valores, es posible limitar el riesgo de crédito de la contraparte si el carácter definitivo de los pagos y las transferencias de valores desmaterializados está protegido por ley, sin perjuicio de las leyes de quiebra y de otro tipo<sup>45</sup>, y si el sistema CDV facilita la seguridad simultánea de la entrega contra pago (ECP). Además, la CDV y la cámara de compensación de contraparte central (CCP) deberían estar enlazadas electrónicamente con el sistema de liquidación bruta en tiempo real (LBTR) del banco central para facilitar la entrega contra pago con una transferencia final de los valores contra una liquidación final en efectivo en el LBTR. La CCP podría reducir aún más los riesgos de contraparte y de mercado, pero esta reducción del riesgo depende de la solidez y el carácter de la garantía de liquidación de la CCP, su capacidad para obtener recursos financieros y la capacidad jurídica para exigir la liquidación en caso de incumplimiento del participante. El riesgo de mercado puede contenerse reduciendo el tiempo que transcurre entre la ejecución de la transacción y el momento en la liquidación es definitiva (por ejemplo, negociación intradía en tiempo real y liquidación en el mismo día)<sup>46</sup>. Cuanto más frecuente sea la liquidación intradía en cifras netas (“neteo”) de los modelos de entrega contra pago 2 (ECP2) o 3 (ECP3), menor será la exposición del mecanismo de neteo al riesgo de mercado.

---

<sup>44</sup>La desmaterialización de los valores públicos consiste en pasar de la emisión de certificados físicos al registro electrónico por parte de una depositaria.

<sup>45</sup>Las reglas de sistema de las IMF deben definir claramente el momento en que el pago y la transferencia de los valores son definitivos. En muchos países se necesitan disposiciones legislativas específicas para garantizar que este carácter definitivo no se vea puesto en riesgo por la aplicación de leyes de insolvencia y de otro tipo.

<sup>46</sup>El riesgo de que la liquidación de la negociación no se cumpla y que aumente el precio de reemplazo del bono.

### **Gestión de gobierno y políticas de acceso de los sistemas de CDV y CCP**

La solidez de la gestión de gobierno y de las políticas de acceso afianzan la credibilidad y funcionalidad de la infraestructura del mercado financiero. El propietario y operador de la CDV y la CCP debe gozar de buena reputación; tener cargos y funciones claramente definidos, incluido un mandato jurídico para establecer el sistema que facilita el desarrollo del MBML; y contar con capacidad financiera para trabajar e invertir en el desarrollo de los sistemas y para soportar shocks financieros y comerciales adversos. El organismo supervisor debe garantizar la rendición de cuentas de estos sistemas, y el marco de supervisión y vigilancia podría evaluarse en función de los principios de la IMF<sup>47</sup>. La estructura de comisiones ha de basarse en la recuperación de costos, de modo que el sistema pueda desarrollarse en consonancia con el interés público. La CDV y la CCP deben tener criterios de participación justos y abiertos que protejan a los propios mecanismos y a los participantes. Las políticas de acceso deben estar armonizadas con la ley y las regulaciones del mercado financiero, y no deben bloquear a ninguna institución ni inversionista sólidos. La posibilidad de afiliación directa o indirecta a una CDV a distancia también ayuda a diversificar la base de inversionistas. Los no residentes que invierten por intermedio de CDV regionales o internacionales pueden presentar un perfil de riesgo-rendimiento diferente de quienes invierten a través de la CDV nacional. El propietario y operador de la CDV y la CCP tendría que estar sometido a la supervisión y vigilancia de los reguladores.

### **Segmentación del mercado**

Si hay múltiples CDV o CCP, se debe reducir al mínimo la segmentación de mercado. Las principales cuestiones son 1) los costos altos y la transferencia ineficiente de valores entre sistemas, 2) reglas de acceso diferentes entre sistemas, y 3) diferentes modelos de liquidación (es decir, LBTR [ECP1] o modelos de liquidación en cifras netas [ECP2 y ECP3]). Estos factores suman costos y crean ineficiencia, lo cual limita el potencial de desarrollo del mercado secundario. Además, estos factores pueden tornar inviable al mercado de repos, que es algo que ha sucedido en algunos países.

### **Apoyo de liquidez de la IMF**

La infraestructura del mercado financiero debe permitir la constitución de garantías. Una vez establecidos el mercado y el marco jurídico, la IMF debe permitir a los participantes liquidar valores públicos mediante operaciones de liquidación intradía, de bajo riesgo, para ventas directas; funcionalidad para repos intradía o de un día a otro conforme a acuerdos maestros de recompra

<sup>47</sup>Emitidos por el Comité de Pagos e Infraestructura de Mercados y la Organización Internacional de Comisiones de Valores.

por escrito; y un mecanismo de préstamos intradía con garantía<sup>48</sup>. Una IMF ineficiente podría elevar los costos de las transacciones de repos en comparación con transacciones interbancarias similares no seguras, lo cual socavaría las posibles ventajas que aportan los repos para minimizar los riesgos de contraparte.

### **Transparencia (de los datos y la información)**

La IMF debería contar con la facultad jurídica y la capacidad para recopilar y divulgar datos sobre transacciones y categorías de tenedores de valores. Un registro electrónico y una CDV pueden extraer información sobre las transacciones por cada valor, por el tipo de valor y por las tenencias de valores por sector. Esta información también puede publicarse de forma electrónica a diario. Y la deben publicar en forma agregada los operadores de la CDV o la CCP o las autoridades, como fundamento de la transparencia de los mercados primario, secundario y monetario. También cabe divulgar información sobre las categorías de los tenedores de valores públicos.

---

<sup>48</sup>El mercado extrabursátil puede suministrar liquidez más inmediata mediante repos y la venta directa de un valor. Cabe señalar que la liquidación neta ECP2 y ECP3 es más eficiente que la liquidación ECP1, que requiere más efectivo y valores para liquidar obligaciones individuales brutas que si las transacciones combinadas se liquidaran en cifras netas.

**Cuadro 6. (continuación)**

**Marco para la infraestructura del mercado financiero**

Plataformas electrónicas			
(1) Plataformas tecnológicas de la infraestructura del mercado financiero (IMF) (marco de sistemas de IMF)			
<p><b>Objetivo:</b> Evaluar la modernidad y eficiencia de los sistemas de IMF (sistemas de subasta, pagos y liquidación).</p> <p><b>Preguntas principales:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Se utiliza un sistema electrónico de subasta para emitir valores en el mercado primario? (sí/no)</li> <li>2) ¿Existe un solo registro electrónico o una sola depositaria electrónica para los valores públicos? (sí/no)</li> <li>3) ¿Operan los bancos comerciales un sistema de pagos al por mayor? (sí/no)</li> <li>4) ¿Opera el banco central un sistema de pagos de liquidación bruta en tiempo real (LBTR)? (sí/no)</li> <li>5) ¿Está en operación un solo sistema electrónico de central depositaria de valores (CDV) y/o cámara de compensación de contraparte central (CCP) para la liquidación de valores públicos? (sí/no)</li> <li>6) ¿Existe una interfaz electrónica entre los sistemas de LBTR y CDV y/o CCP y los sistemas de subasta? (sí/no)</li> </ol> <p><b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las seis preguntas. La suma de las seis calificaciones determina la etapa. Nota: En el caso de 5), si el mercado está fragmentado entre dos CDV/CCP, la calificación no debería superar la de la etapa 2 si no hay una interfaz electrónica entre los sistemas.</p>			
<b>Etapa 1</b>	<b>Etapa 2</b>	<b>Etapa 3</b>	<b>Etapa 4</b>
0,1	2,3	4,5	6
Custodia y liquidación eficientes y de bajo riesgo			
(2) Registro de valores			
<p><b>Objetivo:</b> Evaluar si la infraestructura facilita los valores públicos desmaterializados y la transferencia eficiente de valores entre participantes. (Nota: Una CDV puede incluir la función de registro de valores públicos).</p> <p><b>Preguntas principales:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Qué porcentaje de los valores públicos se emiten de forma desmaterializada? (porcentaje)</li> <li>2) ¿A qué porcentaje de valores públicos negociables se les asigna un número del Sistema Internacional de Numeración para la Identificación de Valores (ISIN)/Comité de Procedimientos de Identificación de Seguridad Uniforme (CUSIP)? (porcentaje)</li> </ol> <p><b>Parámetros de referencia:</b></p>			
<b>Etapa 1</b>	<b>Etapa 2</b>	<b>Etapa 3</b>	<b>Etapa 4</b>
100% de los valores públicos son valores físicos o no registrados	Menos del 60% de los valores están desmaterializados o inmovilizados	Más de 60% de los valores públicos están desmaterializados	100% de los valores desmaterializados con ISIN/CUSIP asignados <sup>1</sup>
(3) Riesgo de compensación y liquidación (CDV y procesos de IMF manuales)			
<p><b>Objetivo:</b> Evaluar la eficiencia de los factores de mitigación de riesgo en el mercado secundario de bonos públicos (riesgos de contraparte y de mercado) en donde la CDV es el sistema primario de CDV y liquidación de valores públicos.</p> <p><b>Preguntas principales:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Respalda el marco jurídico la desmaterialización de valores? (sí/no)</li> <li>2) ¿Protege la ley el carácter definitivo de los pagos (a menudo definido en las reglas del sistema de IMF)? (sí/no)</li> <li>3) ¿Protege la ley el carácter definitivo de la seguridad de las transferencias (a menudo definido en las reglas de la CDV)? (sí/no)</li> <li>4) ¿Admite la CDV la liquidación de entrega contra pago (ECP1)? (sí/no)</li> <li>5) ¿Se procesan los pagos de liquidación a través del sistema de pagos LBTR del banco central? (sí/no)</li> <li>6) ¿Admite la CDV la liquidación T+0 (día de liquidación más 1 día)? (sí/no)</li> </ol> <p><b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las seis preguntas. La suma de las seis calificaciones determina la etapa.</p>			
<b>Etapa 1</b>	<b>Etapa 2</b>	<b>Etapa 3</b>	<b>Etapa 4</b>
0-1	2-3	4-5	6

(continuación)

**Marco para la infraestructura del mercado financiero (continuación)**

<b>(4) Riesgos de compensación y liquidación (CCP)</b>											
<p><b>Objetivo:</b> Evaluar la eficiencia de los factores de mitigación de riesgo en el mercado secundario de bonos públicos (riesgos de contraparte y de mercado) en donde la CCP es el sistema primario de CCP y liquidación de valores públicos.</p> <p><b>Preguntas principales:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Se procesan los pagos de liquidación a través del sistema de pagos LBTR del banco central? (sí/no)</li> <li>2) ¿Están garantizadas las liquidaciones ECP2, ECP3 (por ejemplo mediante fondo de garantía, miembros, propietario/operadores, otros)? (sí/no)</li> <li>3) ¿Ha sido sometido a pruebas de tensión el tamaño de la garantía? (sí/no)</li> <li>4) En caso de incumplimiento, ¿es transparente el desmontaje de los acuerdos de liquidación en cifras netas de las transacciones de valores públicos? (sí/no)</li> </ol> <p><b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las cuatro preguntas. La suma de las cuatro calificaciones determina la etapa.</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th style="width: 25%;">Etapa 1</th> <th style="width: 25%;">Etapa 2</th> <th style="width: 25%;">Etapa 3</th> <th style="width: 25%;">Etapa 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-1</td> <td>2</td> <td>3</td> <td>4</td> </tr> </tbody> </table>				Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4	0-1	2	3	4
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4								
0-1	2	3	4								
<b>Solidez y entorno de operación de la IMF</b>											
<b>Gestión de gobierno y políticas de acceso de los sistemas de CDV y CCP</b>											
<p><b>Objetivo:</b> Evaluar el grado en que la gestión de gobierno y las políticas de acceso de la CDV y/o CCP respaldan la eficiencia y la reducción de riesgos conexos en el mercado de valores públicos. (Se supone que el banco central opera un sistema de LBTR).</p> <p><b>Preguntas principales<sup>2</sup>:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Define el marco jurídico quién puede ser propietario y operador de la CDV, la CCP, o ambas? (sí/no)</li> <li>2) ¿Gozan de una sólida reputación el(los) propietario(s) de la CDV y/o la CCP? (sí/no)</li> <li>3) ¿Define el marco jurídico la función y las responsabilidades de la CDV y/o la CCP (incluida su función secundaria) para facilitar las funciones de mercado extrabursátil, custodia y liquidación de los mercados de bonos públicos? (sí/no)</li> <li>4) ¿Cuenta el propietario/operador de los sistemas con la solidez financiera necesaria para respaldar la CDV y/o CCP? (sí/no)</li> <li>5) ¿Están las comisiones basadas en un régimen sin fin de lucro/de recuperación de costos? (sí/no)</li> <li>6) ¿Respalda el marco jurídico la supervisión y vigilancia de la CDV y/o CCP? (sí/no)</li> <li>7) ¿Garantiza la entidad supervisora la rendición de cuentas de los sistemas de pagos, entre otras formas solicitando informes periódicos? (sí/no)</li> <li>8) ¿Permiten las reglas de acceso a la IMF que instituciones financieras sólidas habilitadas para invertir en valores participen en la CDV y/o la CCP?</li> <li>9) En el caso de inversionistas externos, ¿está permitida la afiliación a distancia a CDV ya sea de forma directa o indirecta? (sí/no)</li> </ol> <p><b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las nueve preguntas. La suma de las nueve calificaciones determina la etapa.</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th style="width: 25%;">Etapa 1</th> <th style="width: 25%;">Etapa 2</th> <th style="width: 25%;">Etapa 3</th> <th style="width: 25%;">Etapa 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-2</td> <td>3-5</td> <td>6-7</td> <td>8-9</td> </tr> </tbody> </table>				Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4	0-2	3-5	6-7	8-9
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4								
0-2	3-5	6-7	8-9								
<b>(6) Segmentación del mercado</b>											
<p><b>Objetivo:</b> Evaluar el grado de segmentación del mercado cuando se usan múltiples CDV y CCP. (Si existe solo una CDV o CCP, se alcanza la etapa 4).</p> <p><b>Preguntas principales:</b> Si hay más de una CDV y/o CCP que liquida valores públicos:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Están las múltiples CDV y/o CCP enlazadas electrónicamente para realizar transferencias de valores el mismo día o al día siguiente? (sí/no)</li> <li>2) ¿Pueden las instituciones financieras acceder directamente a múltiples sistemas? (sí/no)</li> <li>3) ¿Los diversos sistemas usan el mismo modelo de liquidación? (sí/no)</li> </ol> <p><b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben las siguientes calificaciones: Si se responde sí a 1), asignar 4. Caso contrario, asignar 1 (sí) o 0 (no) en las preguntas 1)–3). La suma de las calificaciones determina la etapa.</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th style="width: 25%;">Etapa 1</th> <th style="width: 25%;">Etapa 2</th> <th style="width: 25%;">Etapa 3</th> <th style="width: 25%;">Etapa 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0</td> <td>1</td> <td>2</td> <td>3</td> </tr> </tbody> </table>				Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4	0	1	2	3
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4								
0	1	2	3								

(continuación)

**Marco para la infraestructura del mercado financiero (continuación)**

Mercados de repos											
(7) Apoyo de liquidez de la IMF											
<p><b>Objetivo:</b> Evaluar los servicios de la IMF que facilitan liquidez para valores y efectivo.</p> <p><b>Preguntas principales<sup>6</sup>:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Puede proceder la transacción sin un depósito previo obligatorio de efectivo y/o la preentrega de los valores? (sí/no)</li> <li>2) ¿Admiten la CDV, CCP, o ambas, la liquidación T+0? (sí/no)</li> <li>3) ¿Admiten la LBTR, CDV y/o CCP repos intradía? (sí/no)</li> <li>4) ¿Admiten la LBTR, CDV y/o CCP liquidaciones de negociaciones de repos de un día a otro? (sí/no)</li> <li>5) ¿Admiten la CDV, CCP, o ambas, valores dados en prenda? (sí/no)</li> <li>6) ¿Son los costos de negociación y liquidación de repos similares a las transacciones sin garantía? (sí/no)</li> </ol> <p><b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las seis preguntas. La suma de las seis calificaciones determina la etapa<sup>7</sup>.</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th style="width: 25%;">Etapa 1</th> <th style="width: 25%;">Etapa 2</th> <th style="width: 25%;">Etapa 3</th> <th style="width: 25%;">Etapa 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0–1</td> <td>2–3</td> <td>4–5</td> <td>6</td> </tr> </tbody> </table>				Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4	0–1	2–3	4–5	6
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4								
0–1	2–3	4–5	6								
Transparencia en los mercados monetario, primario y secundario											
(8) Transparencia (datos e información)											
<p><b>Objetivo:</b> Evaluar si la infraestructura del mercado financiero (IMF) está facultada y capacitada jurídicamente para recopilar y divulgar datos sobre transacciones y valores de los tenedores.</p> <p><b>Preguntas principales:</b></p> <p>¿Cuenta la IMF con base y capacidad jurídicas para recopilar y divulgar (directamente o indirectamente a través de las autoridades) datos agregados sobre los volúmenes y el valor de las transacciones (por tipo de valor e instrumento)?</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) Diariamente (sí/no)</li> <li>2) Semanalmente (sí/no)</li> <li>3) Mensualmente (sí/no)</li> <li>4) ¿Cuenta la IMF con base y capacidad jurídicas para divulgar (directamente o indirectamente a través de las autoridades) datos sobre tenencias de valores por sector? (sí/no)</li> </ol> <p><b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las cuatro preguntas. La suma de las cuatro calificaciones determina la etapa.</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th style="width: 25%;">Etapa 1</th> <th style="width: 25%;">Etapa 2</th> <th style="width: 25%;">Etapa 3</th> <th style="width: 25%;">Etapa 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0–1</td> <td>2</td> <td>3</td> <td>4</td> </tr> </tbody> </table>				Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4	0–1	2	3	4
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4								
0–1	2	3	4								

<sup>1</sup>Excepto valores no negociables emitidos al banco central y otros órganos vinculados al gobierno.

<sup>2</sup>El evaluador tendrá que emitir juicio sobre la reputación, los objetivos y la capacidad financiera del propietario del sistema. La suficiencia de capital habrá de basarse en el tamaño y los pasivos de la CDV. El capital debe ser mayor si la CDV actúa como CCP o si proporciona préstamos o crédito a los participantes. El capital para la CCP debe reflejar sus exposiciones a quiebra de la contraparte.

<sup>3</sup>Sí, en el caso de un banco central, salvo que existan casos muy recientes, y obvios, de desprestigio del banco central.

<sup>4</sup>La respuesta es sí en el caso de un banco central pero solo una guía para CDV/CCP que son 100% entidades del gobierno. En el caso de propietarios de IMF no gubernamentales, el capital debe evaluarse teniendo en cuenta la índole y el perfil de riesgo de su operación (por ejemplo, ¿comprende la IMF participaciones de capital?, ¿es la IMF una CDV o una CCP?, ¿qué garantías generales existen?).

<sup>5</sup>La recuperación de costos puede incluir un rendimiento de capital razonable.

<sup>6</sup>Se supone que un servicio de préstamo de valores puede ser reemplazado por un acuerdo repo.

<sup>7</sup>El depósito previo de efectivo, la entrega previa de valores, o ambos, pueden reducir la eficiencia y liquidez de la liquidación e incrementar el costo de negociación y de creación de mercado. No obstante, sí reducen el riesgo de liquidación.

## **Componente básico 6: Marco jurídico y reglamentario**

El marco jurídico y reglamentario de un país afecta la estructura, el funcionamiento y el desarrollo de los MBML<sup>49</sup>. Cuando el gobierno es prestatario y emisor de valores, la legislación y otros instrumentos jurídicos (como un acuerdo fiscal institucional entre el gobierno y el banco central) dotan al gobierno de la capacidad para endeudarse, y autorizan a diferentes entidades del gobierno a operar en estos mercados, lo que incluye el papel que el banco central asume como agente del gobierno. A nivel de intermediarios e inversionistas, las reglas y regulaciones determinan la organización de los mercados primario y secundario de valores públicos e inciden en las funciones de los diferentes tipos de participantes en el mercado.

Al igual que en cualquier otro mercado de valores, el marco jurídico y reglamentario de los valores públicos debe procurar mantener mercados equitativos, eficientes y transparentes<sup>50</sup>. A tales efectos, el marco debe definir y exigir el cumplimiento de prácticas de negociación equitativas, sancionar la inobservancia de esas prácticas (como manipulación del mercado y operaciones basadas en información privilegiada) y garantizar la protección de los inversionistas con reglas adecuadas para los intermediarios receptores de depósitos a fin de proteger las tenencias de los inversionistas.

El logro de estos efectivos depende de que se exija eficazmente el cumplimiento de las reglas. El cumplimiento eficaz es una función de la solidez del marco reglamentario y de supervisión, la calidad general del regulador y el supervisor y los recursos y la independencia de estos. Esto puede suponer una dificultad importante, sobre todo para las economías emergentes y en desarrollo. El marco jurídico y reglamentario para la infraestructura del mercado financiero y los mecanismos de inversión colectiva (MIC) y sobre cuestiones tributarias deben considerarse junto con análisis conexos en otros componentes básicos<sup>51</sup>.

---

<sup>49</sup>Para fines de esta evaluación, no se analizan aquí ciertas cuestiones regulatorias que inciden en el funcionamiento de los mercados de capital en términos más amplios (por ejemplo, regulaciones prudenciales, sistemas internos de control de riesgos de intermediarios y reglas de comportamiento comercial). La divulgación de información sustancial se analiza en los componentes básicos relativos a los mercados primario y secundario (los gobiernos, en su calidad de emisores soberanos, están exentos de las regulaciones establecidas por ley).

<sup>50</sup>Los principios de la Organización Internacional de Comisiones de Valores establecen directrices importantes para el marco jurídico y reglamentario de los mercados de valores. Un análisis más minucioso de estos principios podría ser útil para evaluar estas cuestiones más a fondo.

<sup>51</sup>Los aspectos jurídicos del carácter definitivo de los pagos y la desmaterialización de los valores se examinan en el componente básico relativo a la infraestructura del mercado financiero. En el componente básico relativo a la base de inversionistas se analiza la forma en que un MIC contribuye al desarrollo de los MBML. Las cuestiones tributarias relativas a las transacciones de repos y los comportamientos de los inversionistas a largo plazo se examinan en los componentes básicos relativos al mercado monetario y la base de inversionistas, respectivamente.

## Indicadores de política

### Facultad de endeudamiento<sup>52</sup>

Las actividades de endeudamiento de un gobierno requieren un fundamento jurídico. El marco jurídico debe aclarar las funciones y responsabilidades de las entidades encargadas de la gestión de la deuda<sup>53</sup>. Estipular en la ley los objetivos de desarrollo de los mercados de deuda interna facilita las iniciativas que buscan desarrollar dichos mercados. Para realizar varias operaciones de gestión de la deuda (como operaciones de gestión de pasivos) podrían necesitarse disposiciones jurídicas adicionales, por ejemplo para permitir la implementación de un sistema de operadores primarios (OP). Idealmente, la elaboración y publicación periódica de estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo debe estar contemplada en la ley, lo cual debería facilitar la coordinación entre las autoridades encargadas de la gestión de la deuda y las autoridades fiscales y monetarias.

### Regulación y cumplimiento del mercado

La regulación y cumplimiento del mercado de las regulaciones mitigan el riesgo de prácticas de negociación desleales, como manipulación del mercado, inversiones ventajistas (*front-running*) y colusión. Estas prácticas tienden a distorsionar la información de precios en el mercado de bonos públicos y a socavar la confianza de los inversionistas. Las regulaciones del mercado deben estar respaldadas por una capacidad adecuada para exigir el cumplimiento y conocimientos especializados para vigilar las actividades de negociación y hacer cumplir las reglas de conducta en el mercado.

### Protección de los inversionistas

Se deben salvaguardar los derechos de los inversionistas con respecto a los valores. La segregación e identificación de los activos de los clientes en los libros de las depositarias es crucial para preservar la confianza de los inversionistas en los intermediarios del mercado. Se debe impedir que estos usen los activos de clientes para negociación por cuenta propia u otras actividades de autofinanciamiento sin el consentimiento del cliente. También debe facilitar la devolución ordenada de activos del cliente en caso de incumplimiento de la depositaria intermediaria. La autoridad competente debe supervisar el cumplimiento de forma regular y tomar medidas correctivas sin demora cuando sea necesario.

### Mecanismos de inversión colectiva

Un marco jurídico y reglamentario robusto es fundamental para desarrollar mecanismos de inversión colectiva, o MIC (por ejemplo, fondos comunes de inversión, fondos de inversión). Dado que comercialmente los MIC suelen estar dirigidos a inversionistas minoristas, es especialmente importante garantizar

<sup>52</sup>Véase en Awadzi (2015) un análisis más a fondo.

<sup>53</sup>Las funciones de gestión de deuda son ejecutadas, en algunos casos, por múltiples instituciones.

la protección de los inversionistas. Los operadores de MIC tienen que actuar velando al máximo por los intereses de los clientes; debe haber normas mínimas sobre los requisitos, gestión de gobierno y conducta operativa de los operadores de MIC, incluidas aquellas que rijan la figura y estructura jurídicas del operador de MIC y la segregación y protección de los activos de los clientes. La divulgación y la valoración periódica a precios de mercado de las tenencias de valores son importantes para proporcionar información pertinente a los inversionistas de forma oportuna. El valor de los activos netos del MIC determina el precio de compra que los inversionistas pagarían al invertir y los precios de venta que recibirían al liquidar. Los métodos de valoración de los MIC deben estar regulados y deben ser debidamente comunicados a los posibles inversionistas<sup>54</sup>.

### **Estructura jurídica para la tributación**

Se deben identificar y, si es posible, eliminar los factores que impiden el desarrollo de los MBML. Los marcos tributarios son un determinante clave de las decisiones de inversión y la liquidez en los MBML; por lo tanto, el tratamiento tributario de las transacciones en los mercados primario y secundario de valores públicos debe ser claro y razonable<sup>55</sup>. Para lograr esto suele ser necesario diseñar minuciosamente disposiciones e incorporarlas en la ley tributaria para que incidan tanto en el lado de la oferta (es decir, el tratamiento tributario de los valores públicos) como de la demanda (es decir, la alineación eficaz y eficiente del tratamiento tributario entre los principales grupos de inversionistas institucionales). En el recuadro 3 se resumen los objetivos de estas disposiciones para los lados de la oferta y la demanda<sup>56</sup>.

---

<sup>54</sup>Véase el análisis más detallado en los principios 24, 25, 26, 27 y 28 de la Organización Internacional de Comisiones de Valores.

<sup>55</sup>Deben incluir el tratamiento tributario de las ganancias por ventas secundarias, y las transacciones de repos, préstamo de valores, garantía financiera y derivados.

<sup>56</sup>Puede consultarse un recuadro similar y más información en Bossu, Hillier y Bergthaler (2020).

**Marco para el marco jurídico y reglamentario (continuación)**

<b>Mercado primario</b>											
<b>(1) Facultad de endeudamiento</b>											
<p><b>Objetivo:</b> Evaluar si se ha adoptado el marco jurídico para el endeudamiento del gobierno y para el desarrollo y la ejecución de la estrategia de gestión de la deuda.</p> <p><b>Preguntas principales:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Define el marco jurídico de forma clara e inequívoca una entidad con facultad de endeudamiento? (sí/no)</li> <li>2) ¿Establece claramente el marco jurídico las funciones y responsabilidades de la entidad encargada de gestionar la deuda? (sí/no)</li> <li>3) ¿Otorga el marco jurídico la facultad de realizar operaciones generales de gestión de la deuda para fines de gestión de riesgo (como operaciones de gestión de pasivos)? (sí/no)</li> <li>4) ¿Exige el marco jurídico la preparación, revisión anual y publicación de una estrategia de deuda a mediano plazo? (sí/no)</li> </ol> <p><b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las cuatro preguntas. La suma de las cuatro calificaciones determina la etapa.</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th style="width: 25%;">Etapa 1</th> <th style="width: 25%;">Etapa 2</th> <th style="width: 25%;">Etapa 3</th> <th style="width: 25%;">Etapa 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0-1</td> <td>2</td> <td>3</td> <td>4</td> </tr> </tbody> </table>				Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4	0-1	2	3	4
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4								
0-1	2	3	4								
<b>Mercado secundario</b>											
<b>(2) Regulación y cumplimiento del mercado</b>											
<p><b>Objetivo:</b> Evaluar si el marco reglamentario prohíbe prácticas de negociación desleales y si la autoridad regulatoria tiene la facultad y capacidad para exigir el cumplimiento.</p> <p><b>Preguntas principales:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Existe un marco jurídico y reglamentario que se aplica (entre otras cosas) a la negociación de valores públicos para prohibir prácticas desleales (como manipulación del mercado, inversiones ventajistas (<i>front-running</i>) y colusión)? (sí/no)</li> <li>2) ¿Está la autoridad reglamentaria competente capacitada para supervisar las actividades en el mercado de bonos públicos? (sí/no)</li> <li>3) ¿Está la autoridad reglamentaria competente facultada y capacitada para exigir el cumplimiento de las reglas del mercado? (sí/no)</li> </ol> <p><b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las tres preguntas. La suma de las tres calificaciones determina la etapa.</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th style="width: 25%;">Etapa 1</th> <th style="width: 25%;">Etapa 2</th> <th style="width: 25%;">Etapa 3</th> <th style="width: 25%;">Etapa 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0</td> <td>1</td> <td>2</td> <td>3</td> </tr> </tbody> </table>				Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4	0	1	2	3
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4								
0	1	2	3								
<b>(3) Protección de los inversionistas</b>											
<p><b>Objetivo:</b> Evaluar si se ha adoptado el marco jurídico para salvaguardar los derechos de propiedad de los inversionistas y si la autoridad reglamentaria competente está facultada y capacitada para exigir su cumplimiento.</p> <p><b>Preguntas principales:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Están las depositarias intermediarias sujetas a reglas para salvaguardar los derechos de propiedad de los inversionistas, como la segregación e identificación de activos de los clientes? (sí/no)</li> <li>2) ¿Está la autoridad reglamentaria competente capacitada para supervisar el cumplimiento de las reglas descritas en 1)? (sí/no)</li> <li>3) ¿Está la autoridad reglamentaria competente facultada y capacitada para exigir el cumplimiento de las reglas descritas en 1)? (sí/no)</li> </ol> <p><b>Parámetros de referencia:</b> Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las tres preguntas. La suma de las tres calificaciones determina la etapa.</p> <table border="1" style="width: 100%; text-align: center;"> <thead> <tr> <th style="width: 25%;">Etapa 1</th> <th style="width: 25%;">Etapa 2</th> <th style="width: 25%;">Etapa 3</th> <th style="width: 25%;">Etapa 4</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0</td> <td>1</td> <td>2</td> <td>3</td> </tr> </tbody> </table>				Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4	0	1	2	3
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4								
0	1	2	3								

(continuación)

**Marco para el marco jurídico y reglamentario (continuación)**

<b>Base de inversionistas</b>			
<b>(4) Mecanismos de inversión colectiva</b>			
<p><b>Objetivo:</b>                      Evaluar si el marco jurídico para los mecanismos de inversión colectiva (MIC; como fondos comunes de inversión, fondos de inversión) garantiza la protección de los inversionistas.</p> <p><b>Preguntas principales:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Establece el marco jurídico normas de habilitación, estructura de gestión de gobierno y comportamiento operativo de un operador de MIC? (sí/no)</li> <li>2) ¿Establece el marco jurídico reglas sobre la forma y estructura jurídica de los MIC y la segregación y protección de los activos de los clientes? (sí/no)</li> <li>3) ¿Exige el marco jurídico una divulgación suficiente de información para garantizar la protección de los inversionistas? (sí/no)</li> <li>4) ¿Exige el marco jurídico que las tenencias de valores se valoren periódicamente a precios de mercado? (sí/no)</li> </ol> <p><b>Parámetros de referencia:</b>                      Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las cuatro preguntas. La suma de las cuatro calificaciones determina la etapa.</p>			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
0-1	2	3	4
<b>Estructura jurídica para la tributación</b>			
<b>(5) Certidumbre y neutralidad tributaria para las principales transacciones en los mercados primario y secundario en todas las principales clases de inversionistas</b>			
<p><b>Objetivo:</b>                      Evaluar si la estructura jurídica para la tributación promueve el desarrollo y el funcionamiento eficiente de los mercados primario y secundario de bonos en moneda local.</p> <p><b>Preguntas principales:</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) ¿Ofrece el marco de la legislación tributaria reglas claras y sólidas para determinar el tratamiento tributario de los rendimientos de los bonos públicos (como intereses, descuentos y principal) para los inversionistas minoristas, institucionales y no residentes? (sí/no)                      (Véanse también los componentes básicos 1 y 3)</li> <li>2) ¿Ofrece el marco de la legislación tributaria reglas claras y sólidas para determinar el tratamiento tributario de las transacciones de valores públicos en el mercado secundario que efectuarán los inversionistas? (sí/no)                      (Véanse también los componentes básicos 1 y 3)</li> <li>3) ¿Ofrece el marco de la legislación tributaria reglas claras y sólidas para el tratamiento de MIC domiciliadas localmente de modo que se obtengan resultados tributarios neutrales para los inversionistas (es decir, un tratamiento tributario igual o mejor que el de las inversiones directas)? (sí/no)</li> <li>4) ¿Consigue el marco de la legislación tributaria alinear la tributación de forma eficaz y eficiente con respecto a la inversión en instrumentos financieros o su negociación entre los principales grupos de inversionistas institucionales? (sí/no)</li> </ol> <p><b>Parámetros de referencia:</b>                      Los países reciben la calificación de 1 (sí) o 0 (no) en las cuatro preguntas. La suma de las cuatro calificaciones determina la etapa.</p>			
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4
0-1	2	3	4

## Uso del marco

Las preguntas y los indicadores del marco permiten evaluar de forma exhaustiva el grado de desarrollo del MBML de un país. Al responder a todas las preguntas de cada componente básico es posible agregarlas y determinar la etapa de desarrollo de ese componente básico específico. Asignar ponderaciones específicas a cada indicador puede ser razonable en ciertos casos, pero en este punto el marco supone un promedio simple para obtener la etapa de desarrollo de cada componente básico<sup>57</sup>.

Comparar los componentes básicos de un país determinado ayudaría a detectar deficiencias en el proceso de desarrollo del mercado, lo cual daría indicios sobre cuáles deberían ser las prioridades de las políticas. Una vez determinada la etapa de cada indicador será posible evaluar si uno o algunos de los componentes básicos están rezagados. Esta evaluación ayudará a definir los componentes básicos que merecen más atención o mayor prioridad a la hora de formular las reformas.

También se pueden hacer comparaciones con respecto a otros países. Una vez que se hayan evaluado varios países con este marco, y tras haber establecido un conjunto más sólido de datos y experiencias de países, se podrán evaluar las etapas de desarrollo de cada indicador de países similares al que está siendo estudiado<sup>58</sup>. Tal evaluación debería aportar factores útiles para determinar las mejoras necesarias, las enseñanzas que se pueden extraer de las experiencias de otros países y recomendaciones.

---

<sup>57</sup>Una vez que se haya probado el marco en la práctica será posible definir mejor si se deben asignar diferentes ponderaciones a cada indicador para derivar la etapa definitiva del indicador. Más adelante, el marco puede ir acompañado de un archivo Excel para facilitar el cálculo de la etapa de desarrollo de cada componente básico.

<sup>58</sup>En estudios posteriores también se podrían calibrar con mayor precisión los parámetros y definir los grupos idóneos de países similares.

**Recuadro 1. Instrumentos para las operaciones de política monetaria de los bancos centrales**

Los instrumentos negociables que utilizan los bancos centrales en operaciones de absorción de liquidez varían según el país. Aunque muchos bancos centrales han empezado a utilizar operaciones de repos para gestionar la liquidez, la emisión de valores del tesoro público y de valores del banco central para fines de política monetaria es bastante habitual. Una encuesta de 2013 del FMI (de 125 países) indica que el 34% de las economías emite valores para operaciones de política monetaria. Los bancos centrales de América Latina suelen utilizar valores del tesoro, mientras que los de Asia oriental y Europa oriental se inclinan más por valores del banco central. En África, la evidencia es dispar. Con independencia del tipo de instrumento utilizado, la coordinación entre el banco central y el gobierno es fundamental para evitar la fragmentación de la deuda, la competencia innecesaria, distorsiones en la curva de rendimientos y costos adicionales.

La conveniencia de cada instrumento debe determinarse según las circunstancias individuales. Aunque el uso de ambos instrumentos tiene ventajas y desventajas, algunas de las consideraciones clave para determinar su uso son las siguientes:

- El stock de valores del tesoro disponibles en el mercado. La capacidad de los bancos centrales para utilizar valores del tesoro en operaciones monetarias dependería en gran medida del tamaño del stock disponible de valores negociables del tesoro. Algunos bancos centrales mantienen acuerdos con el gobierno para emitir o tomar prestados valores públicos para fines de política monetaria. En este caso, el banco central puede utilizar operaciones de reporto pasivo con el gobierno central sin depender de nuevas emisiones de valores del tesoro (como se hace en muchas economías avanzadas).
- Fragmentación del mercado. El uso de valores del tesoro por lo general es más favorable para el desarrollo del mercado porque puede evitar su fragmentación. Cuando se utilizan valores del banco central, deben reducirse al mínimo consecuencias negativas de emitir dos instrumentos similares, por ejemplo, separando los vencimientos (esto es, los valores del banco central se emiten a corto plazo y los del tesoro con vencimientos más largos) y armonizando el diseño de los valores y el método de subasta. En la práctica, la separación de vencimientos podría ser gravoso para los países en una etapa temprana de desarrollo del mercado, cuando la demanda de los inversionistas está concentrada en valores a corto plazo. La fragmentación puede ser importante en países donde las necesidades de esterilización son grandes y los vencimientos de los valores del banco central se amplían hasta el mediano plazo. También pueden surgir distorsiones de precios con anomalías en la fijación de precios de valores idénticos emitidos por el banco central y el gobierno.
- Autonomía de las operaciones del banco central. El uso de valores del banco central es más simple en cuanto al mantenimiento de la autonomía de las operaciones del banco central. El uso de valores del tesoro (nuevas emisiones), cuyo producto se mantiene en el banco central para ser esterilizado, requiere un mecanismo bien concebido entre las dos instituciones para garantizar la discrecionalidad del banco central en cuanto a la

**Recuadro 1. Instrumentos para las operaciones de política monetaria de los bancos centrales (continuación)**

magnitud y el momento de las emisiones. En países sin mecanismos jurídicos e institucionales para evitar que el banco central financie de forma directa al gobierno, el uso de valores del tesoro podría desdibujar aún más la línea entre las operaciones de financiamiento del gobierno y las operaciones de mercado del banco central. Los ingresos procedentes de letras del tesoro emitidas por el gobierno para dar cabida a los objetivos de política monetaria del banco central suelen depositarse en una cuenta de esterilización, y la correspondiente presentación de informes y contabilidad está separada de los instrumentos de política fiscal del tesoro.

- Consideraciones sobre costos. En la práctica, los costos de esterilización suelen reflejarse en los balances de los bancos centrales, con independencia del instrumento utilizado. Si se utilizan valores del tesoro, y el banco central suele abonar al gobierno tasas de interés de mercado (en el saldo de caja positivo de la cuenta del gobierno), el impacto sobre las posiciones de ingreso netas del banco central sería entonces exactamente el mismo que cuando se utilizan valores del banco central. Los costos de esterilización son asumidos en última instancia por el gobierno. En la mayoría de los países, las utilidades del banco central se transfieren al gobierno, tras destinar una parte a mantener un nivel adecuado de reservas, y las posibles pérdidas o menores utilidades del banco central reducirían los ingresos presentes o futuros, o ambos, del gobierno.
- Consideraciones sobre deuda. Las nuevas emisiones de valores públicos para operaciones del banco central incrementarían el nivel de deuda bruta del sector público (aunque la deuda del sector público tras deducir los depósitos en el banco central permanecería invariable), mientras que los valores del banco central (pasivos) no suelen considerarse deuda del sector público.

**Recuadro 2. Principales consideraciones para el tratamiento tributario de los acuerdos de recompra**

- Garantizar que no se computen ni la transferencia ni la devolución de los valores para que el vendedor evite ganancias o pérdidas imponibles que de otro modo serían realizadas por el vendedor.
- Tratar como interés (o equivalente) el importe por el que el precio de recompra acordado excede al importe de la venta inicial, con el fin de alinear mejor el tratamiento tributario con el contenido de la operación de repo.
- Garantizar que el comprador tribute por operaciones de terceros (como rehipotecas o reutilización).
- Aclarar el tratamiento en la legislación tributaria de los pagos fabricados, que de otro modo podrían tratarse como equivalentes a la recepción y pago de intereses sobre los valores.

### Recuadro 3. Disposiciones tributarias en el lado de la oferta y de la demanda

Objetivos en el lado de la oferta	Objetivos en el lado de la demanda
<p><b>Tributación de los valores públicos</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Facilitar las decisiones de inversión y emisión</i> (por ejemplo, mejorando el desarrollo y el funcionamiento eficiente de los mercados primario y secundario).</li> <li>• <i>Identificar y eliminar sesgos tributarios</i> contra la inversión en valores públicos (por ejemplo, al comparar con otros productos de inversión, como otros bonos o depósitos bancarios).</li> <li>• <i>Reducir al mínimo las ineficiencias y distorsiones</i> (incluidos los impuestos sobre transacciones financieras y las obligaciones tributarias atípicas de terceros, como la retención de impuestos).</li> </ul>	<p><b>Inversionistas cubiertos por estas disposiciones</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Hacer el mercado atractivo para los inversionistas</i> (por ejemplo, canalizar los ahorros hacia inversiones).</li> <li>• <i>Evitar penalizar a los inversionistas</i> (por ejemplo, gravándoles más que si hubieran invertido a través de mecanismos de inversión colectiva) ofreciendo concesiones a los inversionistas de cartera.</li> <li>• <i>Considerar la eficiencia tributaria relativa</i> entre las diferentes opciones de inversión.</li> <li>• <i>Simplificar las disposiciones tributarias.</i></li> </ul>

<sup>1</sup> En un sistema exento-exento-gravado (EET, por sus siglas en inglés), 1) no se gravan las contribuciones, 2) los ingresos de los fondos de pensiones están exentos, y 3) se gravan los pagos del fondo de pensiones (tanto como pensiones como montos globales). El sistema suele operar como un sistema de diferimiento, en el que el impuesto sobre las contribuciones y los ingresos del fondo de pensiones se difiere hasta el pago. La ventaja del sistema EET es que los ahorros pueden crecer a un ritmo mayor que los ahorros normales en el banco (que suelen operar en un sistema gravado/gravado/exento, con depósitos formados por ingresos gravables, ingresos por intereses gravables y retiros no gravables).



## Parte 2. Experiencias de los países: Dificultades comunes y posibles correctivos

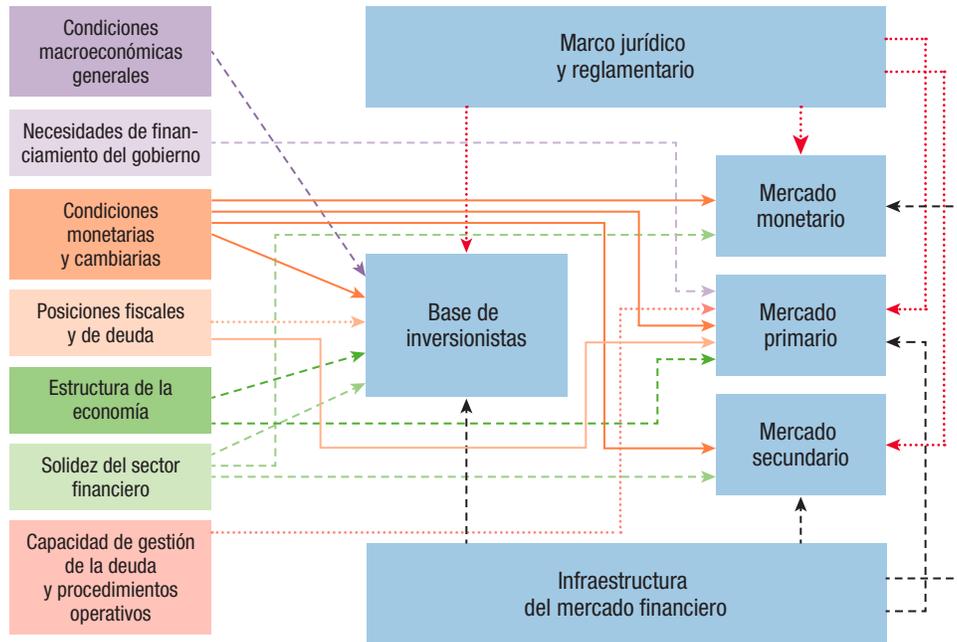
El marco esbozado en la sección anterior ofrece a las autoridades nacionales una senda para orientar la reforma del mercado de bonos en moneda local (MBML). Los indicadores señalados en el marco representan las principales características asociadas a las prácticas óptimas para el funcionamiento eficaz de los seis componentes básicos.

Sin embargo, en la práctica los países suelen enfrentarse a dificultades que les impiden adoptar estas prácticas óptimas. Estas limitaciones pueden tener su origen en factores dentro del mismo componente básico o reflejar las condiciones de otros componentes básicos. Los componentes básicos indicados no funcionan de forma aislada, y el correcto funcionamiento de cada uno depende a menudo de la etapa de desarrollo de los demás.

Dada la naturaleza interconectada de los componentes básicos, es probable que el progreso (o su ausencia) dentro de cada componente básico afecte a las posibilidades de avance en otros componentes básicos. Algunos componentes básicos son más fundamentales que otros, lo cual tiende a determinar las posibilidades de avance en estos últimos. Por ejemplo, la infraestructura del mercado financiero (IMF) y el marco jurídico y reglamentario son elementos fundamentales que, en gran medida, dictarían la composición de la base de inversionistas y la estructura de los tres mercados (monetario, primario y secundario). La base de inversionistas puede plantear limitaciones estructurales a largo plazo, si está poco desarrollada. El desarrollo del mercado secundario refleja en gran medida el resultado de las condiciones de todos los demás componentes. La interacción entre los componentes básicos y con las condiciones propicias refuerza aún más las relaciones entre ellos, como se muestra en el gráfico 2.

El objetivo de esta sección es identificar las limitaciones a las que suelen enfrentarse los países y ofrecer una orientación general sobre cómo superarlas. Estas dificultades comunes se han extraído de la amplia experiencia del FMI y del Banco Mundial en la prestación de asistencia técnica en este ámbito, y que-

Gráfico 2. Componentes básicos e interrelaciones en los MBML



Fuente: Personal técnico del FMI.

daron corroboradas por la encuesta sobre el MBML que arroja más luz sobre las inquietudes de los países (en el apéndice 2 se resumen los resultados de la encuesta). Las dificultades descritas aquí son ilustrativas y no pretenden ser exhaustivas. Están agrupadas por componente básico y reflejan los problemas planteados por los indicadores descritos en el marco. Si existe información al respecto, se presentan ejemplos de países para señalar cómo superaron estos retos. En el apéndice 1 se analizan en detalle algunos casos concretos. Es importante tener en cuenta las circunstancias de cada país y adaptar en consecuencia el diseño de las políticas.

## Componente básico 1: Mercado monetario

Muchos sistemas financieros de mercados emergentes y economías en desarrollo presentan un exceso de liquidez estructural, sistemas bancarios concentrados o fragmentados, falta de instrumentos y una infraestructura de mercado deficiente, todo lo cual impide el desarrollo del mercado monetario. Estas y otras dificultades se analizan con más detalle en las siguientes secciones.

### **Dificultades para pasar a un marco monetario basado en el mercado debido a la limitación del espacio fiscal**

Un mercado monetario poco desarrollado puede reflejar la falta de un marco operativo basado en el mercado para las operaciones de política monetaria del banco central. A algunos países les resulta difícil adoptar un marco basado en el mercado debido al limitado espacio fiscal, lo cual podría conducir al predominio fiscal y a la represión financiera (por ejemplo, la imposición de controles a las tasas de interés). La adopción de un marco basado en el mercado conlleva costos más elevados (por ejemplo, si las tasas de interés más altas que paga el banco central generan una posición de capital negativa) que en última instancia recaen en el gobierno.

#### **Posibles correctivos**

- Crear suficiente espacio fiscal para hacer posible una política monetaria basada en el mercado (por ejemplo, India, véase el apéndice 1).
- Buscar un compromiso de alto nivel entre el gobierno y el banco central para orientarse hacia un marco basado en el mercado, reconociendo claramente los beneficios y los costos.
- Brindar respaldo al banco central si las rigideces del balance limitan el despliegue de operaciones de política monetaria basadas en el mercado.
- Coordinar con reformas la adopción de precios del mercado primario.

### **Falta de instrumentos adecuados para dirigir la política monetaria**

Para seleccionar los instrumentos para las operaciones de política monetaria se debe sopesar detenidamente la disyuntiva entre la posible fragmentación del mercado y la autonomía de las operaciones de política monetaria en el contexto político de cada país.

#### **Posibles correctivos**

- Determinar los instrumentos negociables adecuados, incluidos valores públicos, teniendo en cuenta su disponibilidad, la posible fragmentación del mercado, la independencia operativa del banco central y la coordinación entre el banco central y el gobierno. Establecer la capacidad operativa de los instrumentos seleccionados.
- Comenzar a utilizar transacciones de reporto (repos) para las operaciones de mercado del banco central (cuando haya suficientes valores públicos disponibles en el mercado), y aumentar gradualmente su uso para fomentar el desarrollo del mercado de repos (por ejemplo, Brasil, véase el apéndice 1).

### **Exceso de liquidez estructural en el sistema bancario que desalienta la negociación en el mercado monetario**

Un período sostenido de exceso de liquidez en el sistema bancario de muchos países ha moderado los incentivos de los bancos para gestionar la liquidez y negociar en el mercado monetario. Si la liquidez del sector bancario no se gestiona debidamente, e incluso en un marco basado en el mercado (con metas de inflación o de tipo de cambio), los bancos centrales podrían tener muchos saldos de exceso de reservas no remunerados (lo cual reduce sus incentivos para gestionar la liquidez).

#### **Posibles correctivos**

- Reforzar la capacidad de gestión de la liquidez del banco central. El banco central debe crear herramientas para elaborar pronósticos de liquidez, gestionar la liquidez diariamente (por ejemplo, utilizando operaciones de gestión de la liquidez para absorber el exceso de liquidez), y elaborar un marco para la gestión de la liquidez a mediano plazo, incluida la esterilización efectiva de los flujos de capital (FMI, 2012). Ahora bien, las dificultades para subir las tasas de interés o el elevado costo que supone aplicar la política monetaria podrían impedir al banco central realizar debidamente las operaciones de gestión de la liquidez.
- El gobierno debería reforzar la capacidad de gestión de tesorería y emprender una reforma de la gestión de las finanzas públicas si un gasto público imprevisible está contribuyendo a un exceso de liquidez estructural en el sistema bancario.
- Establecer una estrecha coordinación entre el banco central y el gobierno (por ejemplo, Brasil, México [véase el apéndice 1]; Malasia).

### **La fuerte concentración del sistema bancario limita las posibilidades de desarrollo de mercados monetarios activos**

La elevada concentración del sector bancario ha planteado obstáculos estructurales en muchos países, que impiden la negociación y, por ende, la liquidez de los mercados monetario y secundario. Esta dificultad es más aguda en los países con un sistema financiero pequeño y/o un sector financiero no bancario poco desarrollado.

#### **Posibles correctivos**

- En la sección sobre la base de inversionistas se analizan más a fondo posibles correctivos.

### **La inquietud por los riesgos de crédito a contrapartes fragmenta el mercado**

Los sistemas bancarios débiles se enfrentan a menudo a mercados interbancarios fragmentados en los que la inquietud que suscitan los riesgos de crédito a contrapartes obliga a los bancos a negociar solo con los del mismo nivel. Esta fragmentación del mercado se ve exacerbada por la falta de información adecuada y oportuna sobre los balances de los bancos.

#### **Posibles correctivos**

- Eliminar el riesgo de contraparte creando verdaderos mercados de repos, basados en contratos maestros por escrito que garanticen el acceso a las garantías en caso de incumplimiento de la contraparte.

### **Dificultades para establecer un mercado de repos debido a una estructura jurídica desfavorable y a lagunas en la infraestructura del mercado financiero**

Además de los impedimentos estructurales (es decir, la elevada concentración y el exceso de liquidez estructural en el sector bancario), el marco jurídico y la infraestructura del mercado financiero podrían obstaculizar el desarrollo del mercado de repos. Muchos países se basan en compromisos anticuados y no ejecutables que no aseguran los derechos de propiedad sobre la garantía subyacente en caso de incumplimiento. La falta de una adecuada liquidación de activos por impago de deudas también puede atentar contra la credibilidad de las operaciones de repos. Esto podría ocurrir si una sentencia judicial en un caso de quiebra determina que el comprador de valores en un repo debe devolver la garantía —incluso sin recibir efectivo del vendedor— y sumarse a la masa de acreedores. Además, en algunas regiones, las tasas de interés de los repos son más altas que las tasas interbancarias sin garantía comparables, a pesar de que los repos ofrecen la posible ventaja de reducir a un mínimo el riesgo de crédito a contrapartes. Esto podría reflejar en cierta medida la ineficiencia de la infraestructura del mercado financiero.

#### **Posibles correctivos**

- Revisar las disposiciones jurídicas relacionadas con las operaciones de repos y evaluar si tienen características críticas como derechos de propiedad sobre la garantía, liquidación de activos por impago de deudas y flexibilidad operativa (por ejemplo, Tailandia).
- Establecer que el mercado de repos esté respaldado por acuerdos maestros escritos y garantizar la aplicabilidad de esos acuerdos en el marco del sistema jurídico, incluso mediante una reforma legislativa de ser necesario.

- Revisar la legislación sobre quiebra y garantizar la aplicabilidad de la liquidación de activos por impago de deudas.
- Revisar y evaluar simultáneamente la infraestructura de mercado correspondiente, incluidos los costos de negociación y liquidación de las operaciones de repos, para garantizar su compatibilidad con los de las operaciones no garantizadas (véase la sección sobre infraestructura del mercado financiero).

### **Falta de tasas de referencia a corto plazo**

Las tasas de referencia a corto plazo son esenciales para el desarrollo del mercado de bonos públicos y del mercado de derivados, así como para los instrumentos de tasa flotante o variable. La inexistencia de estas tasas dificulta el establecimiento de una curva de rendimientos a corto plazo fiable.

### **Posibles correctivos**

- Recopilar datos de transacciones interbancarias y publicar volúmenes agregados y tasas de interés medias operadas en los principales plazos (por ejemplo, a un día, a una semana, a dos semanas, a tres meses, a seis meses y a 12 meses) para el cierre del siguiente día hábil.
- El mercado de letras del tesoro puede proporcionar referencias de precios en caso de mercados monetarios ilíquidos. Dado que son diferentes de los productos de préstamo, las letras del tesoro no representan el verdadero costo de financiamiento de los bancos y, por ende, son sustitutos imperfectos de las tasas de referencia interbancarias. No obstante, a falta de tasas de referencia interbancarias, las tasas de las letras del tesoro podrían, como mínimo, funcionar como anclas de las expectativas de tasas a corto plazo.

## **Componente básico 2: Mercado primario**

Los países pueden suavizar el perfil de amortización de la deuda pública realizando operaciones de gestión de pasivos (OGP), mejorando la emisión de valores de referencia y reforzando la capacidad de gestión de la tesorería (véase el apéndice 2). Estas cuestiones están relacionadas, ya que disponer de valores de referencia puede dar lugar a grandes amortizaciones de bonos, lo cual puede provocar grandes movimientos de efectivo en torno a las fechas de amortización. Varios países de ingreso bajo y mediano-bajo tienen dificultades para crear instrumentos y han indicado que hay margen para mejorar la composición de las tasas de interés en sus carteras. Estos problemas podrían estar relacionados con las dificultades para establecer instrumentos de mayor tenor.

### **El gobierno no se comporta como un tomador de precios**

Los elevados costos de endeudamiento suelen estar relacionados con episodios de inestabilidad macroeconómica (por ejemplo, alta inflación y depreciación del tipo de cambio) o con acontecimientos externos. Junto con un espacio fiscal limitado, los gobiernos muchas veces recurren a la creación de leyes que les permitan obtener préstamos en condiciones no de mercado (por ejemplo, directamente de los bancos centrales o de otros inversionistas por medio de represión financiera, como la colocación de valores no negociables en instituciones públicas o la imposición de un tope a las tasas de interés en las subastas). Algunos gobiernos también pueden considerar que los precios de mercado son incompatibles con los fundamentos nacionales o se preocupan por la posibilidad de colusión entre participantes en el mercado, lo cual los disuade aún más de ser tomadores de precios.

### **Posibles correctivos**

- Crear un espacio fiscal suficiente para permitir la fijación de precios de mercado en las subastas.
- Adoptar una estrategia para eliminar gradualmente prácticas incompatibles con el mercado —como la emisión de valores no negociables al banco central (u otros inversionistas cautivos) o la imposición de topes a las tasas de interés de los valores públicos—, coordinada con un ajuste del marco operativo de la política monetaria (por ejemplo, India, según se explica en el apéndice 1; Vietnam).
- Dejar de recurrir repetidamente a los mercados primarios y orientarse hacia la emisión mediante subastas competitivas<sup>1</sup>.
- Establecer reglas de subasta que intensifiquen la competencia y moderen el predominio de unos pocos grandes agentes en el mercado. Esta medida exigiría un análisis detallado del perfil de la demanda y la cuota de mercado de cada licitante.
- Limitar las asignaciones a ofertas no competitivas para promover un mejor descubrimiento de precios. Establecer límites estrictos a las colocaciones privadas, que deberían realizarse solo en circunstancias excepcionales; divulgar las condiciones y la justificación de cualquier colocación privada realizada.
- Establecer y aplicar límites al financiamiento monetario del banco central por parte del banco central, o prohibirlo (por ejemplo, India, como se explica en el apéndice 1; véase un análisis más a fondo en el marco de la base de inversionistas).

---

<sup>1</sup>El formato de subasta de precio uniforme podría ser la opción inicial y, posteriormente, se lo podría reemplazar con subastas de precios múltiples a medida que el mercado primario adquiera experiencia en el proceso de licitación.

- Aumentar el número de instituciones con acceso directo al mercado primario para estimular la competencia y minimizar la probabilidad de colusión en el mercado. Si el acceso directo es privilegio de los operadores primarios (OP), garantizar el acceso equitativo y ordenado de otros grupos de inversionistas a través de los OP. Reforzar el marco de regulación y supervisión del mercado de valores públicos para que permita detectar a tiempo cualquier abuso del mercado e imponer oportunamente penas y sanciones adecuadas.

### **Las subastas no son suficientemente competitivas**

Una base de inversionistas concentrada o la existencia de un único inversionista dominante (o varios) puede perjudicar la competencia en las subastas y, en consecuencia, la liquidez del mercado secundario. La diversificación de la base de inversionistas es fundamental para garantizar la competitividad de las subastas. Sin embargo, crear una base de inversionistas diversificada puede ser difícil, especialmente en las primeras etapas de desarrollo del mercado o en los mercados más pequeños. Los bancos comerciales suelen dominar el mercado primario si la base de inversionistas institucionales es poco profunda, lo cual agudiza el riesgo de colusión de precios. En algunos mercados, puede haber una concentración de inversionistas individuales, incluso dentro del sistema bancario. En otros, un único inversionista dominante (por ejemplo, fondos del sistema de seguridad social, fondos de pensiones estatales) puede ser la principal fuente de demanda de valores públicos.

### **Posibles correctivos**

- Establecer reglas de subasta que intensifiquen la competencia, moderen el predominio de unos pocos grandes agentes en el mercado y contribuyan a la liquidez del mercado secundario.
- Considerar si las subastas deberían estar abiertas solo a determinadas entidades o contar con una participación más amplia.
- Analizar la posibilidad de realizar sindicaciones para ampliar la participación de los inversionistas.
- Evaluar las limitaciones de la cuota de un solo inversionista o licitante en el mercado primario.
- Analizar de forma cuidadosa y continua la composición de la base de inversionistas, el perfil de la demanda de los inversionistas y la cuota de mercado de los licitantes para diseñar un marco de subasta adecuado. Un examen del comportamiento de las ofertas después de cada subasta puede ayudar a detectar posibles casos de colusión.
- Desarrollar la base de inversionistas para infundir una mayor competencia en el mercado primario (véase un análisis más a fondo en la sección sobre la base de inversionistas).

### **Falta de un marco de emisión predecible y transparente, incluso como resultado de las limitaciones de la gestión de tesorería**

Las autoridades que emiten valores de forma irregular y en cantidades y con vencimientos desiguales crean incertidumbre en el mercado. Estas pautas de emisión sin uniformidad suelen producirse en condiciones de mercado volátiles y en ausencia de un marco estratégico para la gestión de la deuda pública. Las limitaciones de capacidad para proyectar y gestionar los flujos de tesorería del gobierno para el ciclo presupuestario, y la falta de instrumentos de gestión de la tesorería (por ejemplo, reservas de efectivo, instrumentos a corto plazo) también podrían dar lugar a patrones de emisión erráticos. En algunos países, este último problema es consecuencia de las restricciones jurídicas al uso de instrumentos a corto plazo. Una mala comunicación con los participantes en el mercado también podría traducirse en un marco de emisión que no se ajuste a las expectativas del mercado.

### **Posibles correctivos**

- Formular, publicar y seguir una estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo y un plan de endeudamiento anual (por ejemplo, Brasil, México).
- Publicar periódicamente un plan de emisión de deuda en el que se indiquen las fechas de emisión, los importes y los vencimientos.
- Elaborar pronósticos de tesorería y realizar una gestión de caja activa para mejorar la emisión, reducir el costo de los préstamos y gestionar el riesgo de refinanciamiento. A falta de pronósticos sólidos de los flujos de caja, el gestor de la deuda podría examinar las tendencias históricas de los flujos de ingresos y gastos, así como la información prospectiva pertinente (por ejemplo, Colombia).
- Establecer una reserva de efectivo en la cuenta única de tesorería para permitir una ejecución regular y previsible del calendario de subastas del gobierno y para gestionar mejor el riesgo de refinanciamiento (por ejemplo, Hungría, Turquía).
- Permitir el uso de valores públicos a corto plazo (por ejemplo, letras del tesoro) como herramienta flexible para el financiamiento a corto plazo (por ejemplo, India) en los casos en que las necesidades de financiamiento sean volátiles o existan limitaciones en la gestión de caja.

### **Mayor costo y falta de demanda de valores a largo plazo**

Aunque la emisión de bonos a largo plazo a tasa fija ayuda al gobierno a mitigar los riesgos de refinanciamiento y prolonga la curva de rendimientos, el gobierno muchas veces no puede colocar este tipo de valores debido a su elevado costo, especialmente en las primeras etapas de desarrollo del mercado. La prolongación de los vencimientos podría resultar costosa para los países que enfrentan condiciones macroeconómicas inestables o que carecen de una base de inversionistas institucionales (no bancarios). Asimismo, las expectativas poco

realistas del emisor en cuanto al precio de los instrumentos a largo plazo en relación con los factores de costo del ciclo presupuestario a corto plazo dificultan la emisión de bonos a largo plazo. La falta de un mercado secundario, de repos y de derivados sobre tasas de interés que sean activos (por ejemplo, futuros y canjes de tasas de interés) también limita el interés de los inversionistas en los bonos a largo plazo.

### **Posibles correctivos**

- El emisor (en una de las primeras etapas de desarrollo del mercado, cuando la credibilidad aún no está establecida) posiblemente tenga que pagar una prima para emitir valores a largo plazo. La ampliación y diversificación de la base de inversionistas, la transparencia y la previsibilidad contribuirán a reforzar la credibilidad y a compensar costos de endeudamiento más altos. El volumen de los valores a largo plazo emitidos dependería en parte del espacio fiscal que tenga el gobierno para absorber los mayores costos en concepto de intereses.
- Las autoridades de los países con expectativas inflacionarias persistentemente elevadas (pese a mejoras sustanciales del marco de política monetaria) podrían plantearse la posibilidad de emitir bonos indexados a la inflación en volúmenes limitados para poder prolongar los vencimientos<sup>2</sup>. Este tipo de valores podría contribuir a recortar en gran medida la prima por plazo, allanando el camino para la formación de tasas de referencia para los rendimientos a tasa fija en plazos parecidos (por ejemplo, Brasil, México)<sup>3</sup>.
- Establecer instituciones de ahorro contractual que constituyan una fuente natural de demanda de bonos a largo plazo (por ejemplo, Chile, México, Sudáfrica; véase un análisis más a fondo en la sección sobre la base de inversionistas).
- Desarrollar el mercado secundario mejorando la transparencia previa y posterior a la negociación (véase un análisis más a fondo en la sección sobre mercado secundario).
- Desarrollar un mercado de repos que utilice bonos a largo plazo como garantía. Esto facilitará la inversión en bonos a largo plazo (por ejemplo, Malasia, Polonia; véase un análisis más a fondo en la sección sobre el mercado monetario).
- Desarrollar el mercado de derivados sobre tasas de interés para ofrecer a los inversionistas instrumentos que cubran su exposición a los bonos a largo plazo (por ejemplo, Brasil, Sudáfrica; véase un análisis más a fondo en la sección sobre mercado secundario).

---

<sup>2</sup>La misma solución podría aplicarse a los países que enfrentan una elevada dolarización financiera.

<sup>3</sup>El uso de vinculadores podría considerarse estratégicamente solo si esos productos sirven como un mecanismo de señalización fidedigno que refuerce el compromiso de las autoridades de gestionar y contener la inflación futura.

### **Falta de instrumentos adecuados, incluidos valores de referencia, y dificultades para crear instrumentos**

Varios países, en particular los de bajo ingreso, carecen de una masa crítica de valores de referencia, en parte debido a inquietudes en torno a los elevados riesgos de refinanciamiento relacionados con el vencimiento de un bono de referencia de gran cuantía y reembolsable en un solo pago (*bullet*). Esto es especialmente problemático cuando la capacidad de gestión de caja del gobierno es escasa o cuando existe una capacidad limitada para realizar operaciones de gestión de pasivos. La falta de un stock adecuado de valores de referencia impide la liquidez en el mercado secundario.

### **Posibles correctivos**

- Acumular poco a poco un stock de bonos de referencia que cubra el ciclo de vigencia de un valor. Al reabrir los valores mediante una nueva emisión de referencia, corresponde ajustar la duración de la emisión de un valor, y por lo tanto, el volumen que se pretende lograr, para garantizar que la tasa del cupón no se salga del mercado; de lo contrario, la demanda se verá afectada (por ejemplo, India, Kenya)<sup>4</sup>.
- Complementar las emisiones de referencia y las reaperturas con operaciones de gestión de pasivos (es decir, recompras y canjes) para mitigar los riesgos de refinanciamiento y mejorar la liquidez de los instrumentos en circulación (por ejemplo, Hungría, Sudáfrica, Tailandia). Cerciorarse de que el marco jurídico y la infraestructura del mercado respaldan las OGP (véase un análisis más a fondo en la sección sobre el marco jurídico y reglamentario y la sección sobre la infraestructura del mercado).
- Aumentar el tamaño de las subastas para promover una mayor disponibilidad de stocks negociables, lo cual facilitaría el descubrimiento de precios. Esto debería hacerse con cautela y con un conocimiento preciso de las preferencias y limitaciones de los inversionistas para reducir el riesgo de fracaso de las subastas (por ejemplo, México)<sup>5</sup>.
- Analizar la posibilidad de reabrir instrumentos a largo plazo en diferentes segmentos de vencimiento si el cupón se ajusta a las condiciones del mercado en el nuevo tramo de vencimientos, a fin de mejorar la liquidez de los bonos en circulación (por ejemplo, Hungría).

---

<sup>4</sup>Aunque la reapertura de un valor como valor de referencia para un vencimiento específico podría suspenderse después de cierto período, los gestores de la deuda podrían aprovechar la oportunidad para continuar su reapertura con un vencimiento diferente a medida que se desplaza a lo largo de la curva de rendimientos.

<sup>5</sup>Esto debería complementarse con una evaluación de los resultados de las subastas para determinar la intensidad de la competencia en el mercado y si es posible que se distorsionen los precios.

### **La falta de una curva de rendimientos representativa, que tiende a generar diferentes perspectivas en los mercados y el gobierno en cuanto a los costos de financiamiento**

La curva de rendimientos suele servir como referencia de precios para el emisor, pero su utilidad como mecanismo de orientación podría ser limitado si la actividad del mercado secundario es escasa. También pueden surgir asimetrías en el rendimiento previsto con un vencimiento específico cuando no hay diversidad en las cotizaciones de oferta de los inversionistas o cuando predomina una determinada clase de inversionistas. Las distorsiones de la curva de rendimientos también podrían surgir cuando el mercado de bonos está fragmentado debido a diferentes convenciones de mercado, tratamientos fiscales y calificación como activo líquido de las diferentes series de bonos. Además, una cartera fragmentada, que incluya un gran número de series y un stock limitado de bonos individuales, podría entorpecer el proceso de descubrimiento de precios.

### **Posibles correctivos**

- Introducir valores a más corto plazo para establecer gradualmente precios de referencia a lo largo de la curva de rendimientos. Un programa de emisión sistemática de letras del tesoro ayuda a anclar el extremo corto de la curva de rendimientos al generar nuevas referencias para plazos cortos. Las emisiones a corto plazo también promueven el desarrollo del mercado monetario<sup>6</sup>.
- Formular una política de emisión de valores públicos de referencia, concentrándose en los importes de los plazos de referencia, y garantizar que el volumen de referencia fijado como meta se alcance de manera uniforme. El alargamiento de los vencimientos en los principales plazos debe realizarse paulatinamente, partiendo de plazos más cortos que sirvan de ancla para los nuevos vencimientos que se introduzcan (por ejemplo, en Georgia y Perú; véase el apéndice 1).
- Las sindicaciones podrían ser útiles para acelerar la creación de valores de referencia, especialmente para nuevos vencimientos o nuevos tipos de instrumentos<sup>7</sup>. La colocación a través de sindicaciones puede permitir un volumen de emisión

<sup>6</sup>En una etapa posterior, el programa de emisión de letras del tesoro debe facilitar y complementar el programa de creación de valores de referencia. Quizá resulte necesario ajustar el volumen de emisión de las letras del tesoro para hacer posible la emisión de bonos con regularidad, ya que los mercados tienden a absorber más fácilmente las fluctuaciones del volumen de los instrumentos a corto plazo. Con una mayor capacidad para controlar los riesgos de refinanciamiento, la reapertura de las letras del tesoro puede aumentar su volumen y su liquidez potenciales, afianzando aún más el extremo corto de la curva de rendimientos.

<sup>7</sup>Los inversionistas finales se inclinan por las sindicaciones porque tienen más certeza de recibir bonos y garantías relativamente más firmes de que el bono será líquido gracias al mayor volumen de emisión. Las sindicaciones permiten al emisor influir directamente en las asignaciones a los inversionistas y hacen posible una amplia asignación en todo el espectro de inversionistas, incluidas las cuentas de negociación y los inversionistas a largo plazo. Las sindicaciones dan lugar a una mayor proporción de inversión en cuentas de negociación en comparación con las subastas, lo cual aumenta aún más la liquidez de los bonos. Al mismo tiempo, las estrictas obligaciones de cotización de los OP, que suelen recibir un mandato como gestores principales conjuntos de la sindicación, ayudan a establecer precios firmes para el valor en el mercado secundario.

inicial más alto en comparación con una subasta convencional, y proporcionar mayor claridad en cuanto a los precios de subastas posteriores, al tiempo que permite diversificar la base de inversionistas. Además, el proceso de creación de libros le brinda al emisor cierto grado de control sobre el precio de emisión.

- Utilizar OGP para reducir la fragmentación de la cartera de bonos públicos.
- Homologar la emisión de valores mediante un marco armonizado de tratamiento tributario y convenios de pago.

### **Imposibilidad de realizar operaciones de gestión de pasivos**

El uso de OGP en algunos países podría verse entorpecido por la falta de condiciones propicias. Entre los obstáculos más comunes se encuentran la falta de una formación de precios eficiente, la precariedad de los sistemas de infraestructura de mercado o una gestión de caja ineficiente. En algunos casos, el marco jurídico quizá no ofrezca la garantía de que estas transacciones se ejecutarán sin riesgos para el gestor de la deuda.

### **Posibles correctivos**

- Para consultar posibles correctivos, véanse las secciones sobre legislación y reglamentación, mercado primario (gestión de caja) y mercado secundario (falta de una referencia de precios). Deberían establecerse OGP en paralelo con la infraestructura del mercado financiero.

## **Componente básico 3: Mercado secundario**

La evolución de los mercados secundarios depende en gran medida del grado de desarrollo de los demás componentes del MBML. Aunque hay medidas de política concretas que pueden generar una mayor liquidez en el mercado de valores públicos, el funcionamiento del mercado secundario suele depender del buen funcionamiento del mercado monetario, del mercado primario y de la infraestructura del mercado, así como de la composición de la base de inversionistas. Las dificultades para desarrollar un mercado secundario suelen derivarse de problemas en el desarrollo de uno o más de los otros componentes básicos.

Muchas economías de mercados emergentes y en desarrollo suelen tener un número reducido de inversionistas institucionales nacionales e internacionales. La prevalencia de las estrategias de inversión a largo plazo entre los inversionistas puede ser una limitación. La falta de bonos de referencia y la falta de desarrollo adecuado de la infraestructura de mercado también pueden ser factores importantes que dificultan la negociación en el mercado secundario (véase el apéndice 2).

**Escasez de un volumen adecuado de instrumentos con precios apropiados que respalden la negociación, fomenten la liquidez y profundicen la curva de rendimientos**

Muchos países, sobre todo los de bajo ingreso, carecen de suficientes valores de referencia, lo cual inhibe la liquidez en el mercado secundario<sup>8</sup>. Muchos no pueden crear valores de referencia de suficiente volumen debido a inquietudes relacionadas con los riesgos de refinanciamiento cuando se amortiza en un solo día un bono de referencia de elevada cuantía, especialmente si la capacidad de gestión de efectivo del gobierno no es adecuada, y la capacidad para llevar a cabo OGP, limitada. Además, si los valores no se cotizan a tasas de mercado, será difícil generar una curva de rendimientos representativa (véase un análisis más a fondo en la sección sobre el mercado primario).

**Posibles correctivos**

- Reducir la frecuencia de las subastas y crear un stock cuantioso de bonos de referencia respaldado por una sólida capacidad de gestión de caja. Estas medidas podrían ser especialmente pertinentes para los países con un mercado secundario incipiente.
- Adoptar un régimen de fijación de precios de mercado y respaldada por una emisión transparente y previsible (véase un análisis más a fondo en la sección sobre el mercado primario).

**La frecuencia excesiva de las subastas elimina los incentivos de negociación para los inversionistas**

Los países que realizan subastas con demasiada frecuencia tienden a reducir los incentivos para la negociación. Una oferta constante de valores en el mercado primario reduce los incentivos para que los participantes en el mercado busquen esos valores en el mercado secundario.

**Posible correctivo**

- Reducir la frecuencia de las subastas (véase la sección sobre el mercado primario).

---

<sup>8</sup>El volumen mínimo de las líneas individuales de valores necesario para fomentar la liquidez es específico de cada mercado y depende de la parte del volumen en circulación que probablemente se mantenga en las carteras de negociación y de su condición de valor de referencia en emisión. Además, puede estar supeditado a todo límite interno que los inversionistas institucionales tengan en cuanto a la proporción del volumen en circulación de un determinado valor individual o los requisitos de volumen mínimo para poder negociar un valor en un sistema de negociación electrónico (por ejemplo, EuroMTS). En un caso extremo, podría fijarse un volumen mínimo a fin de alcanzar el umbral necesario para ingresar en índices de bonos internacionales.

### **Predominio de las estrategias de inversión a largo plazo**

La prevalencia de las estrategias de inversión de compra y retención a largo plazo puede deberse a múltiples factores. Los problemas directamente relacionados con la base de inversionistas incluyen una alta concentración del sistema bancario y marcos reglamentarios distorsionadores (véase un análisis más a fondo en la sección sobre la base de inversionistas).

#### **Posibles correctivos**

- Crear marcos reglamentarios que promuevan la negociación, abordando al mismo tiempo las posibles limitaciones estructurales (por ejemplo, la elevada concentración del sistema bancario; véase un análisis más a fondo en la sección sobre la base de inversionistas).
- Coordinar con la reforma del mercado primario. La reforma de la base de inversionistas podría tener un mayor impacto si estuviera precedida por una transición a un régimen de tasas de emisión relacionadas con el mercado que transformaran las inversiones cautivas en inversiones voluntarias (por ejemplo, Malasia).
- Aumentar la transparencia publicando una curva de rendimientos diaria y una lista de valores negociados. Muchos inversionistas no venden sus participaciones debido a la escasa transparencia de los precios.

### **Un mercado monetario inactivo reduce los incentivos a la negociación**

Sin un mercado monetario activo, es difícil desarrollar el mercado secundario. La falta de un marco operativo para la política monetaria basado en el mercado genera gran volatilidad en las tasas de interés a corto plazo, lo cual agudiza la incertidumbre entre los inversionistas y dificulta la negociación. Las complicaciones que se derivan del mercado monetario, como el exceso de liquidez estructural en el sector bancario, pueden impedir aún más el desarrollo de un mercado secundario líquido. Además, un mercado de repos poco desarrollado impide la creación de mercado.

#### **Posible correctivo**

- Realizar una transición a un marco operativo para la política monetaria basado en el mercado, respaldado por una adecuada capacidad de gestión de la liquidez. Crear un marco jurídico e infraestructura del mercado financiero que respalden el mercado de repos (véase un análisis más a fondo en la sección sobre el mercado monetario).

### **La falta de adecuada capacidad de los intermediarios para crear mercados impide la liquidez**

Mantener un sistema eficaz de OP no es tarea fácil, sobre todo en los países que se encuentran en las etapas iniciales de desarrollo del mercado. Sin un mercado secundario activo (incluidos mercados de repos y de derivados sobre tasas de interés), los OP tienen dificultades para generar actividades de creación de mercado de forma rentable. En general, un sistema de OP no es viable en economías con un número reducido de instituciones financieras, ya que es difícil establecer un acuerdo eficaz entre operadores y agentes para facilitar la negociación en el mercado secundario, y el emisor se expone al riesgo de colusión entre OP.

### **Posibles correctivos**

- Los países que cuentan con un sistema de OP deben calibrar las obligaciones de estos a medida que se desarrolla el mercado, de modo que sean proporcionales a la etapa de desarrollo del mercado y estén bien equilibradas con los privilegios concedidos. Será necesario un proceso de evaluación periódica para retener a los OP más eficientes y sustituir a los que no se ciñen a las normas por nuevos participantes (por ejemplo, Malasia [véase el apéndice 1]; Polonia).
- Crear un entorno propicio para las actividades de creación de mercado desarrollando el mercado de repos, de préstamos de valores y de derivados sobre tasas de interés, y permitiendo las ventas cortas de valores con fines de creación de mercado (por ejemplo, Tailandia)<sup>9</sup>.
- Un sistema de operadores bursátiles podría comenzar con un único monopolio (normalmente una casa de descuento) o con un pequeño número de operadores cuando no exista un mercado secundario activo y los volúmenes de negociación sean pequeños. En este caso, debería permitirse que otras instituciones financieras negocien, y con el correr del tiempo se transformen en operadores. A medida que el mercado se desarrolle, la casa de descuento podría fusionarse con una red más amplia de un grupo de OP por ejemplo, India).
- Una subasta a la vista o un sistema de agencias de subastas basado en órdenes podría ser más eficiente que un sistema de OP para los países con un pequeño número de operadores bien capitalizados.
- Los servicios de préstamo de valores (o repos) de última instancia ofrecidos por las oficinas de gestión de la deuda o los bancos centrales pueden promover con eficiencia el establecimiento de un marco de creación de mercado, al

---

<sup>9</sup>Permitir las ventas cortas para promover la liquidez del mercado, la eficiencia de la fijación de precios y una gestión más eficaz del riesgo. Sin embargo, la preocupación en torno a actividades de ventas cortas sistemáticamente ilimitadas que podrían dar lugar a fraude, abuso o colusión en el mercado, poniendo así en peligro su estabilidad, puede obligar a las autoridades a prohibir las ventas cortas sin cobertura, lo cual tenderá a reducir la liquidez de los bonos en el mercado al contado. Será especialmente importante permitir ventas cortas por parte de OP para apoyar la actividad de creación de mercado.

reducir el costo de creación de mercado (ya que no se necesita tanta capacidad de existencias) y al infundirles a los creadores de mercado confianza para operar sin dificultad.

### **Falta de transparencia en el mercado secundario**

Con el predominio de las operaciones extrabursátiles, la mayoría de los países luchan con la falta de debida transparencia en las actividades del mercado secundario. La falta de información transparente previamente a la operatoria impide la negociación. Por lo general, es difícil para las autoridades tener una visión completa de las actividades del mercado secundario.

### **Posibles correctivos**

- Reforzar y agilizar la transparencia previa a la negociación en el mercado extrabursátil a través de una plataforma electrónica de negociación que permita a los operadores cotizar precios entre sí de modo que los conozcan en tiempo real y puedan negociar con más facilidad (por ejemplo, Corea).
- Exigir a los operadores de bonos que informen de sus transacciones (precios y volúmenes) a un órgano centralizado o a un depósito de operaciones específico (por ejemplo, al final de la jornada de operaciones). Recopilar la información sobre las transacciones de la central depositaria de valores (CDV) y publicar los volúmenes de negociación agregados y los rendimientos y/o precios medios. Mostrar la información resultante a todos los participantes del mercado a través de una plataforma de negociación o una bolsa y al público en general a través de sitios web con información sobre bonos. Supervisar el cumplimiento de los requisitos de información e imponer sanciones en caso de incumplimiento (por ejemplo, Malasia).
- Facilitar la cotización de los bonos públicos en las bolsas locales, teniendo en cuenta que los requisitos estrictos podrían entorpecer una negociación eficiente (véase la sección jurídica y reglamentaria).
- Publicar diariamente estadísticas sobre el volumen de operaciones y el último precio negociado.
- Publicar diariamente una curva de rendimientos de mercado.
- Plantearse la posibilidad de crear un índice de bonos (por ejemplo, a cargo de la bolsa) para mejorar la transparencia.
- Promover el desarrollo del mercado de derivados. La negociación activa de futuros a corto plazo beneficiará al segmento más largo de la curva de rendimientos al ayudar a fijar el precio de los canjes de tasas de interés a largo plazo. Varios países han intentado resolver el problema de falta de tasas de referencia estableciendo tasas de referencia interbancarias clave (por ejemplo, Brasil, Sudáfrica).

## **Componente básico 4: Base de inversionistas**

Los países de ingreso más bajo pueden tener dificultades a la hora de desarrollar inversionistas institucionales (véase el apéndice 2).

### **Alta concentración en el sector bancario**

Una fuerte concentración en el sector bancario dificulta la negociación y, por lo tanto, la liquidez en los mercados monetario y secundario. Esta dificultad es más aguda en los países con un sistema financiero pequeño y/o un sector financiero no bancario poco desarrollado.

### **Posible correctivo**

- En general, fomentar la competencia contribuye a imprimir eficiencia al sector financiero. La supervisión del sector financiero debe reforzarse para evitar que se asuman riesgos excesivos y para gestionar posibles riesgos para la estabilidad financiera.

### **Ausencia de inversionistas institucionales**

La ausencia de un grupo numeroso de inversionistas institucionales limita la capacidad del gobierno para prolongar los vencimientos de la deuda. En muchos países, la falta de adecuada cobertura de las pensiones a menudo se traduce en la ausencia de un sector de ahorro contractual<sup>10</sup>. Dado que en muchos países el sistema financiero está dominado por los bancos, se necesitan políticas deliberadas para diversificar el sector financiero y desarrollar otros tipos de inversionista institucional, como empresas de seguros y fondos comunes de inversión. En los países en desarrollo, los fondos de inversión pueden contribuir a promover el desarrollo del mercado, ya que ofrecen una gestión profesional del ahorro minorista y ayudan a atraer a los particulares al mercado de la deuda pública; además, es probable que inviertan en una variedad de vencimientos.

### **Posibles correctivos**

- Analizar la posibilidad de formular una estrategia para desarrollar el sector del ahorro contractual y establecer un marco tributario propicio (véase un análisis más a fondo en la sección sobre el marco jurídico y reglamentario).
- Facilitar la creación de mecanismos de inversión colectiva que puedan invertir en valores públicos. Instituir un marco jurídico y reglamentario que refuerce la protección de los inversionistas.

---

<sup>10</sup>Los planes públicos de pensiones y fondos de previsión que adoptan un modelo de reparto (que no recibe fondos específicamente asignados) no contribuyen a la demanda de valores públicos.

- Evaluar la viabilidad y utilidad de aplicar nuevas tecnologías financieras para facilitar el acceso de inversionistas minoristas a los mercados de valores públicos.

### **Falta de productos financieros que atiendan las necesidades de los inversionistas**

Algunos países tienen grandes inversionistas institucionales (fondos de pensiones o fondos soberanos de inversión) que invierten sobre todo en activos en el extranjero, en parte debido a la falta de productos financieros adecuados en el mercado nacional. Por ejemplo, una composición deficiente de instrumentos (por ejemplo, emisión excesiva de bonos a corto y mediano plazo) podría crear un descalce entre activos y pasivos para determinados inversionistas institucionales (por ejemplo, los sectores de pensiones y seguros de vida) que tienen una estructura de pasivos a largo plazo.

### **Posibles correctivos**

- Reforzar la función de gestión de las relaciones con los inversionistas para conocer mejor las preferencias y limitaciones de los posibles inversionistas. Tener en cuenta la demanda potencial al definir la composición del financiamiento. Garantizar que los inversionistas institucionales tengan acceso a los valores públicos, ya sea directamente a través de las subastas o a través de los OP (creadores de mercado).
- Emitir gradualmente bonos a largo plazo para atender las necesidades de inversión de la base de inversionistas institucionales, teniendo en cuenta el equilibrio costo-riesgo (por ejemplo, Hungría, Tailandia).

### **El comportamiento de los inversionistas a largo plazo se ve exacerbado por los marcos reglamentarios distorsionadores**

El comportamiento de inversión de comprar y retener a largo plazo podría verse exacerbado por marcos reglamentarios distorsionadores. El tratamiento tributario diferenciado de los distintos instrumentos puede generar distorsiones en el mercado. Las retenciones fiscales, los impuestos sobre las transacciones y los impuestos sobre el cupón (pero no prorrateados en función del tiempo que el inversionista haya tenido un bono) pueden impedir la negociación en el mercado secundario. Las reglamentaciones de liquidez excesivamente elevada y los requisitos obligatorios de posesión de valores públicos también pueden reducir los incentivos de los inversionistas para negociar.

### **Posibles correctivos**

- Garantizar un tratamiento tributario neutral de las inversiones financieras y evitar la aplicación de impuestos sobre las transacciones (véase un análisis más a fondo en la sección sobre marco jurídico y reglamentario).

- Revisar las normas de liquidez de los bancos y otras instituciones financieras. Evaluar si los valores públicos se tratan como equivalentes de efectivo y si las normas de liquidez están fijadas en niveles demasiado altos. En general, la capacidad de los bancos para gestionar la liquidez mejora a medida que el mercado local de bonos va desarrollándose, lo cual abre un margen para relajar gradualmente las regulaciones de liquidez.
- A medida que la base de inversionistas institucionales de una economía madura, aplicar requisitos progresivamente menos estrictos de inversión obligatoria en valores públicos que puedan afectar a los fondos de pensiones y a las empresas de seguros.
- Permitir a los inversionistas institucionales recomprar (o, en su defecto, prestar) valores a los OP con fines de creación de mercado, para facilitar aún más la negociación.

### **Evaluar la participación de inversionistas externos en función del equilibrio costo-riesgo**

El grado adecuado de participación de los inversionistas externos en un mercado interno de bonos es difícil de establecer, y hay que tener en cuenta tanto beneficios como riesgos. Los países que carecen de las condiciones propicias para desarrollar el mercado local suelen tener dificultades para atraer inversionistas externos. Los inversionistas externos tienden a inclinarse por mercados de bonos locales con suficiente tamaño, liquidez y profundidad. La presencia de un mercado líquido de derivados sobre divisas para cubrir los riesgos cambiarios también puede atraer inversionistas externos. No obstante, los países pueden comenzar a captar sustanciales afluencias de capital antes de haber alcanzado profundidad y liquidez en el mercado local de bonos, lo cual agrava los riesgos para la estabilidad financiera que puede generar un vuelco repentino de los flujos de capital.

### **Posibles correctivos**

- Evaluar el interés potencial de los inversionistas externos teniendo en cuenta la fase de desarrollo general del mercado local de bonos (incluida la existencia de un mercado de cobertura cambiaria) y los fundamentos macroeconómicos. Simplificar el proceso de aprobación de los inversionistas, eliminar los impedimentos tributarios y mejorar el acceso a CDV internacionales de renombre y a acuerdos de custodia más eficaces (por ejemplo, Malasia, Perú; véase el apéndice 1).
- Permitir un aumento gradual de la participación de la inversión extranjera en el MBML, si las condiciones se estiman adecuadas. Los países pueden abreviar los períodos mínimos de tenencia para los inversionistas extranjeros una vez que la base de inversionistas internos se haya desarrollado lo suficiente como para neutralizar posibles salidas de capital (por ejemplo, México).
- Analizar la posibilidad de una emisión de letras de depósito internacionales (por ejemplo, Costa Rica, la República Dominicana).

## Componente básico 5: Infraestructura del mercado financiero

El riesgo operativo constituye un importante obstáculo para el desarrollo de la infraestructura de los mercados financieros en los países de ingreso bajo y mediano. Muchos países han establecido complejos requisitos operativos para las operaciones de mercado, la custodia y la liquidación; otros siguen recurriendo a procesos manuales. La existencia de múltiples CDV fragmenta el mercado, y la falta de capacidad de personal representa también un problema en los mercados de ingreso bajo y mediano (véase el apéndice 2).

### **Dificultades para establecer una IMF eficaz en función del costo acorde con la etapa de desarrollo del mercado**

Establecer sistemas de IMF eficaces en función del costo no es fácil. En función del tamaño y la etapa de desarrollo del mercado, los países deben evaluar cómo establecer sistemas de IMF, teniendo en cuenta los elevados costos que acarrea su creación.

### **Posibles correctivos**

- Evaluar la IMF actual en relación con los principios de infraestructura de los mercados financieros e identificar las deficiencias en términos de buenas prácticas.
- Comunicarse con las principales partes interesadas para conocer sus necesidades (en cuanto a funcionalidad y servicios) para apoyar el desarrollo del mercado.
- Definir un modelo operativo que incluya funcionalidades básicas y definir los requisitos mínimos desde el punto de vista de los servicios.
- Utilizar un proceso competitivo para adquirir y seleccionar un sistema de proveedor idóneo de IMF.
- Los países pequeños deberían realizar un análisis costo-beneficio de la inversión en sistemas electrónicos integrados en contraposición a un proceso manual.
- Evaluar la posibilidad de utilizar tecnologías financieras para aumentar la eficiencia de la infraestructura del mercado.

### **Dificultades del proceso de desmaterialización de valores**

Algunos países no pueden iniciar el proceso de desmaterialización de los valores debido a limitaciones jurídicas o a falta de capacidad. La falta de interés de los inversionistas también podría dificultar la finalización completa del proceso de desmaterialización (hasta alcanzar 100% de los instrumentos negociables), a pesar de las posibles ventajas para el mercado.

### **Posibles correctivos**

- Introducir una ley que apoye la desmaterialización de los valores. La ley debería reconocer la propiedad de los valores a través de los saldos acreedores en las cuentas de valores (mantenidas como registros electrónicos) y no a través de valores físicos.
- Realizar un análisis de los riesgos y la eficiencia de los actuales sistemas de registro y custodia a la luz de las prácticas recomendadas. Partiendo de ese análisis, decidir si se podrían corregir las deficiencias instalando un nuevo sistema o actualizando el actual.
- Ofrecer un proceso de transición eficiente y de bajo costo (de valores físicos a valores desmaterializados) e incentivos para acelerar el proceso de desmaterialización total.

### **La falta de claridad del marco jurídico profundiza los riesgos de liquidación**

En algunos países, los marcos jurídicos no son claros en cuanto al carácter definitivo de los pagos y la transferencia del derecho de propiedad de los valores. En consecuencia, existe el riesgo de que los tribunales competentes en quiebras anulen las transacciones de mercado. La falta de claridad del marco jurídico exacerba los riesgos de liquidación, y eso dificulta la negociación.

### **Posible correctivo**

- La ley debe definir claramente el carácter definitivo del pago y la transferencia del derecho de propiedad de los valores, y la legislación debe abordar claramente cualquier conflicto con los procedimientos de quiebra.

### **Segmentación del mercado debido a la multiplicidad de CDV**

La existencia de múltiples CDV (normalmente, una administrada por el banco central y otras de carácter privado) plantea problemas en algunas jurisdicciones. Segmenta el mercado, aumenta los costos y la ineficiencia de la transferencia de valores y entorpece la negociación.

### **Posibles correctivos**

- Coordinar con las principales partes interesadas, tanto del gobierno como de los mercados de capitales, para establecer si corresponde operar un sistema único y bien integrado de IMF.

- Promover el acceso abierto a los sistemas de liquidación, crear puentes electrónicos eficientes de bajo costo para transferir valores entre los sistemas, fomentar el intercambio de datos sobre la actividad del mercado y garantizar que todos los sistemas admitan los mismos modelos de liquidación (por ejemplo, Georgia; véase el apéndice 2) en el período intermedio de transición de un sistema de múltiples CDV a una sola.

### **Falta de infraestructura de mercado para apoyar el mercado de repos**

Algunos países carecen de la infraestructura de mercado para respaldar el mercado de repos y de condiciones que promuevan la liquidez del mercado.

#### **Posibles correctivos**

- Si existe un mercado de repos, evaluar si la IMF respalda funcionalidades críticas, como la liquidación con entrega contra pago (ECP1 T+0) (que promueve la gestión de la liquidez de los bancos, el banco central y la oficina de gestión de la deuda), la liquidación de ambos tramos de la operación de repo en las respectivas fechas de liquidación y la sustitución de valores en el marco del acuerdo de repo.
- De lo contrario, establecer procedimientos y controles, e introducir la funcionalidad del sistema para procesar los préstamos garantizados sobre la base T+0. Los países pequeños podrían centrarse en establecer un proceso manual si los costos de crear un mercado electrónico son demasiado elevados.

### **Falta de transparencia**

En algunos países, la IMF (el banco central u otra institución) no tiene la facultad (o el fundamento jurídico) para recopilar datos de operaciones de los participantes en el mercado. En los mercados pequeños o no lo bastante desarrollados, la preocupación por la confidencialidad podría desalentar aún más la divulgación de la actividad del mercado.

#### **Posibles correctivos**

- Garantizar que la IMF esté jurídicamente facultada para exigir a las instituciones financieras que comuniquen diariamente los datos de las transacciones. Decidir qué datos e información se publicará tras una estrecha consulta con los participantes en el mercado y los reguladores.
- La IMF deberá tener la capacidad para generar un desglose agregado de las tenencias de valores públicos por categoría de inversionistas.

### **Acceso limitado de los inversionistas a las funciones del CDV y de la cámara de compensación de contraparte central**

La falta de acceso abierto a las IMF impide el desarrollo de la base de inversionistas. Los inversionistas externos que deseen acceder al mercado local tendrían que participar a través de un CDV extranjero, y podría ser costoso para el país establecer estos vínculos.

#### **Posibles correctivos**

- Formular la política de acceso de las IMF en consulta con el banco central, la oficina de gestión de la deuda y los reguladores.
- Las autoridades podrían plantearse la posibilidad de facilitar el acceso directo de los inversionistas extranjeros a la IMF nacional en caso de que el mercado se encuentre en una etapa de desarrollo más avanzada. Las autoridades deberán analizar detenidamente la relación costo-beneficio de establecer vínculos con una CDV extranjera, incluidos los riesgos y las correspondientes medidas de mitigación (por ejemplo, México).

### **Dificultades para evaluar y garantizar una buena gestión de gobierno de la IMF**

Muchas veces las autoridades tienen dificultades para evaluar los mecanismos vigentes de gestión de gobierno, servicio y supervisión de la IMF de forma mesurada a la luz de las buenas prácticas.

#### **Posibles correctivos**

- Llevar a cabo una evaluación completa de la actual IMF basada en los principios de la metodología de evaluación de la infraestructura del mercado financiero,  
*o bien*
- Evaluar selectivamente las cuestiones más prioritarias que requieren buenas prácticas. Estas cuestiones podrían ser las siguientes:
  - Transparencia de las operaciones
  - Una combinación adecuada de aptitudes y una supervisión adecuada
  - Objetivo de la gestión del CDV y de la cámara de compensación de contraparte central
  - Riesgos operativos y empresariales, capacidad financiera para absorber las correspondientes pérdidas

- Conciliación periódica entre los registros del sistema y los del ministerio de Hacienda
- Auditorías operativas periódicas
- Planes de continuidad de la actividad y recuperación tras catástrofes
- Red de comunicaciones y equipos informáticos seguros y resilientes

## Componente básico 6: Marco jurídico y reglamentario

La experiencia reciente en materia de asistencia técnica ha revelado varios problemas comunes relacionados con el marco jurídico y reglamentario<sup>11</sup>. Las cuestiones jurídicas y reglamentarias que afectan principalmente al mercado de repos y a los inversionistas (bancos, inversionistas institucionales e inversionistas extranjeros) se han tratado en secciones anteriores.

### Falta de fundamentos jurídicos para realizar operaciones adecuadas de gestión de la deuda

En algunos países, el marco jurídico no ofrece a las autoridades encargadas de la gestión de la deuda la flexibilidad necesaria para llevar a cabo las operaciones correspondientes. Algunas disposiciones jurídicas limitan determinadas operaciones, como recompras y canjes de deuda. El marco jurídico también podría restringir los parámetros dentro de los que pueden realizarse estas transacciones (por ejemplo, limitaciones de precios, restricciones presupuestarias). A menudo, la falta de claridad de las disposiciones jurídicas plantea riesgos jurídicos e impide al gestor de la deuda realizar las transacciones necesarias.

### Posibles correctivos

- Si el marco jurídico general lo admite, asegurarse de que la ley proporcione al gestor de la deuda la flexibilidad necesaria para definir los precios, los instrumentos y los tipos de transacciones que deben realizarse de forma ágil para evitar movimientos indebidos del mercado durante el proceso de toma de decisiones, al tiempo que se establece un marco adecuado de rendición de cuentas.
- En las jurisdicciones en las que no está claro si el gestor de la deuda tiene competencia para realizar operaciones de gestión de pasivos —y mientras no pueda hacerse una reforma jurídica—, el gestor de la deuda puede intentar aclarar estas competencias, en la medida de lo posible, en legislación subsidiaria y/o solicitar dictámenes jurídicos a la autoridad competente.

---

<sup>11</sup>La reciente encuesta del FMI y del Banco Mundial (apéndice 2) no contenía preguntas relacionadas con este componente básico.

### **Requisitos estrictos para el uso de intermediarios que dificultan una negociación eficiente y eficaz en función del costo**

En algunos países, es obligatorio negociar a través de operadores o agentes (intermediarios del mercado), y no se permiten las transacciones bilaterales, ni siquiera entre inversionistas institucionales. A menudo, estos requisitos pretenden proteger los intereses de los intermediarios y/o desarrollar un sistema de intermediarios. Sin embargo, pueden encarecer la transacción y entorpecer el desarrollo del mercado secundario. La realización de todas las transacciones a través de la bolsa de valores también es obligatoria en algunas jurisdicciones. Aunque su objetivo suele ser aumentar la transparencia, estas normas podrían desalentar la participación de los inversionistas, sobre todo si las comisiones de los agentes y los cargos de la bolsa no son insignificantes.

#### **Posibles correctivos**

- Garantizar que el marco jurídico aplicado a los intermediarios financieros logre un equilibrio adecuado entre la transparencia, la eficiencia de los costos y la minimización de los riesgos, teniendo en cuenta la etapa de desarrollo del MBML. En las primeras etapas de desarrollo del mercado, los requisitos estrictos tienden a ser contraproducentes.
- Elaborar otras medidas para abordar los problemas de transparencia, como reforzar los requisitos de declaración de los operadores. Las normas del mercado que prohíben prácticas de negociación desleales también pueden ayudar, con el apoyo de un sistema de vigilancia.
- Permitir y facilitar las transacciones sin necesidad de intermediarios mediante la definición de un túnel de precios fuera del cual se anularían las transacciones, protegiendo a los inversionistas con menos experiencia de los precios abusivos o engañosos.

#### **Estructura jurídica no apta para la tributación**

Muchos países tienen un marco de legislación tributaria que no es idóneo para regular el tratamiento de los valores públicos internos, lo cual crea fuertes obstáculos tributarios para el desarrollo y el funcionamiento eficaz de los MBML primarios y secundarios. El marco de la legislación tributaria quizá no aporte seguridad con respecto a todas las transacciones fundamentales del mercado primario y secundario para todas las principales clases de inversionista.

#### **Posibles correctivos**

- Los países deberían 1) poner en marcha un examen diagnóstico del marco jurídico tributario para detectar posibles impedimentos y lagunas en relación con el tratamiento de los MBML, y 2) definir y realizar las reformas necesarias de la legislación tributaria para reducir esos impedimentos y lagunas

**Recuadro 4. Cuestiones de tratamiento tributario que debe abordar el marco jurídico**

Cuestiones relativas al tratamiento tributario del lado de la oferta	Cuestiones relativas al tratamiento tributario del lado de la demanda
<p><b>Tributación de los valores públicos</b></p> <p><b>Mercado primario</b> Tratamiento de los rendimientos (como los intereses y los descuentos)</p> <p><b>Mercado secundario</b> (importante para la cobertura, la liquidez, etc). Tributación de las ganancias (por ejemplo, sobre ventas), incluidos los importes de las ventas atribuibles a intereses devengados (a menudo tratados como intereses si consisten en ganancias con ventajas fiscales en comparación con ganancias de capital) Tributación de las operaciones de repos (véase el recuadro 1.2) Tributación del préstamo de valores (factores similares a las operaciones de repos) Tratamiento de las garantías financieras (factores similares a las operaciones de repos) Tributación de los derivados (tendencia creciente hacia enfoques basados en el mercado)</p>	<p><b>Inversionistas cubiertos por estas disposiciones</b></p> <p><b>Mecanismos de inversión colectiva:</b> Las normas fiscales deben ser atractivas y neutrales para los inversionistas (canalizar el ahorro hacia la inversión, no poner a los inversionistas en una situación peor que si hubieran invertido directamente), pero también deben tener en cuenta el tratamiento de la actividad de gestión de inversiones para fomentar la gestión local de los mecanismos de inversión colectiva.</p> <p><b>Fondos de pensiones:</b> Sistema exento-exento-gravado (EET) o similar<sup>1</sup></p> <p><b>Empresas de seguros (de vida y generales):</b> Evaluar el tratamiento tributario y la neutralidad del ahorro a largo plazo mediante pólizas de seguro de vida frente a otras opciones de inversión.</p> <p><b>Otros inversionistas,</b> incluidos los locales (por ejemplo, instituciones financieras) y los externos (por ejemplo, empresas estatales, oficinas familiares, etc)..</p>

<sup>1</sup>En un sistema exento-exento-gravado (EET, por sus siglas en inglés), 1) no se gravan las contribuciones, 2) los ingresos de los fondos de pensiones están exentos, y 3) se gravan los pagos del fondo de pensiones (tanto como pensiones como montos globales). El sistema suele operar como un sistema de diferimiento, en el que el impuesto sobre las contribuciones y los ingresos del fondo de pensiones se difiere hasta el pago. La ventaja del sistema EET es que los ahorros pueden crecer a un ritmo mayor que los ahorros normales en el banco (que suelen operar en un sistema gravado/gravado/exento, con depósitos formados por ingresos gravables, ingresos por intereses gravables y retiros no gravables).

y garantizar que el marco jurídico refleje las buenas prácticas internacionales y siga siendo competitivo. Las medidas legislativas que se adopten dependerán, en última instancia, de la tradición jurídica de cada país y de su marco jurídico tributario fundamental, incluida la calibración de la política fiscal y tributaria. En el recuadro 4 constan pautas generales sobre el alcance de las cuestiones de tratamiento tributario que el marco jurídico debería abordar para cada clase de inversionista principal, desde la perspectiva tanto de la oferta (tratamiento de los valores públicos mismos) como de la demanda (tratamiento tributario de los principales inversionistas institucionales; por ejemplo, Georgia; véase el apéndice 1).

- Habría que tener en cuenta las modalidades jurídicas relacionadas con la emisión y negociación de bonos públicos en moneda local y las correspondientes infraestructuras del mercado financiero, dado que un marco jurídico tributario integrado debe ser coherente con la infraestructura jurídica general del país. Por ejemplo, en el contexto de la promoción de inversión extranjera, a menudo resultan necesarias —a fin de lograr vínculos de inversión críticos entre los MBML y las IMF internacionales— concesiones o exenciones del impuesto de retención de intereses y de las ganancias de capital en relación con los rendimientos y las ganancias de los valores públicos en moneda local que sean coherentes con la práctica internacional.



## Parte 3. Formulación de planes de reforma del mercado de bonos en moneda local

El marco del mercado de bonos en moneda local (MBML) puede servir para formular un plan de reforma en los países interesados en desarrollar más sus mercados de bonos públicos. Los planes de reforma deben basarse en los objetivos a largo plazo del país y formularse teniendo en cuenta el grado de desarrollo del mercado nacional. Deben incluir un plazo determinado (por ejemplo, de tres a cinco años) para lograr los resultados previstos. Todo plan de reforma del MBML ha basarse en una evaluación exhaustiva de los indicadores pertinentes de cada componente básico y en la determinación de las principales limitaciones para el desarrollo del mercado (gráfico 3). En esta sección se presentan siete pasos para formular un plan de reforma del MBML.

### Siete pasos para formular un plan de reforma del MBML

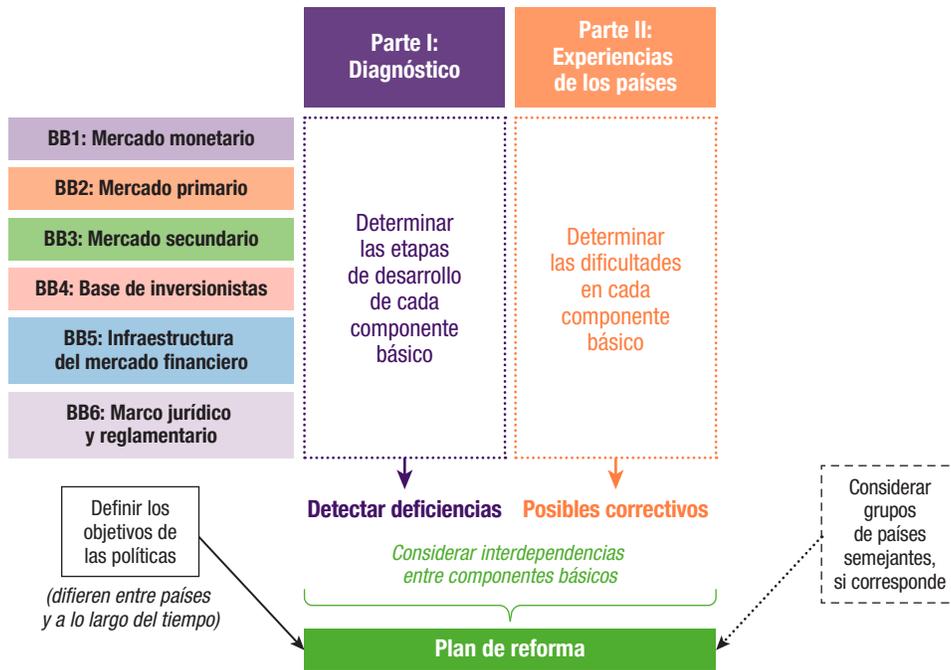
#### **Paso 1: Determinar los objetivos del MBML y las prioridades en materia de políticas**

El plan debe guiarse por los objetivos globales del país con respecto al MBML. Los países que se encuentran en etapas similares de desarrollo pueden tener diferentes prioridades de reforma. Por ejemplo, para un país con instrumentos a corto plazo el objetivo podría ser prolongar los vencimientos de la deuda. Otro país con características semejantes quizá prefiera incentivar el financiamiento del sector empresarial y centrarse en desarrollar más los segmentos a corto y mediano plazo para que la curva de rendimientos pueda generar mejores referencias de precios. Las prioridades de las políticas y el enfoque de la reforma deben estar guiados por los objetivos del MBML del país y ser consecuentes con ellos<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup>Los objetivos de la reforma del MBML podrían ser, entre otros: 1) fortalecer la capacidad del mercado local para proporcionar financiamiento al sector público, 2) hacer más eficiente el descubrimiento de precios, 3) ampliar la base de inversionistas, 4) reforzar el mecanismo de transmisión de la política monetaria, 5) facilitar la gestión de la liquidez de los bancos (y aumentar la resiliencia financiera), y 6) aumentar las fuentes de financiamiento del sector privado.

Gráfico 3. Formulación de planes de reforma de MBML



Fuente: Personal técnico del FMI.

Los objetivos del MBML de un país deben tener en cuenta el grado en que se cumplen las condiciones propicias y la estrategia de crecimiento del país. El tamaño y la estructura del MBML tras la reforma dependerán del tamaño de la economía y del sector financiero del país, de su potencial de crecimiento y de su capacidad institucional.

Es importante plantearse si el desarrollo de mercados secundarios debe ser un objetivo inicial de la reforma del MBML. El desarrollo de mercados secundarios es una característica propia de etapas más avanzadas de la evolución del MBML, y depende en gran medida del buen funcionamiento de los mercados monetario y primario. Estos dos mercados podrían verse limitados por la base de inversionistas, la infraestructura del mercado financiero y el marco jurídico y reglamentario del país. Los países que se encuentran en una fase inicial de desarrollo o que carecen de cimientos sólidos deberían centrarse en desarrollar el mercado primario para evitar el riesgo de sobrecargar el programa de reformas.

## **Paso 2: Establecer un mecanismo de coordinación para la reforma del MBML**

Un mecanismo de coordinación contribuirá a acelerar la reforma del MBML. Dado que las medidas necesarias para crear los distintos componentes básicos son competencia de diferentes autoridades, un mecanismo de coordinación contribuirá a garantizar coherencia entre los objetivos y las medidas de política. Por ejemplo, el desarrollo del mercado monetario requerirá medidas de política activas por parte de las autoridades monetarias. El desarrollo de la infraestructura del mercado financiero y las reformas del marco jurídico y reglamentario suelen requerir una estrecha interacción entre los reguladores y supervisores financieros y los legisladores. La responsabilidad de generar la base de inversionistas suele recaer en el gobierno. Un único mecanismo de coordinación conduciría a los distintos agentes hacia una dirección común. Formalizar el plan de reforma del MBML mediante un documento público también puede ser conveniente y garantizaría la rendición de cuentas.

Crear un comité de alto nivel y de grupos de trabajo de carácter técnico podría ayudar a impulsar el programa de reforma. El grupo de trabajo debería estar formado por los principales interesados en el proceso de desarrollo del mercado, entre los que suelen figurar las autoridades encargadas de la gestión de la deuda, las autoridades monetarias, los reguladores competentes, los operadores de la infraestructura del mercado financiero y los participantes del sector privado (por ejemplo, el sector bancario, las empresas de seguros y las asociaciones de fondos de pensiones)<sup>2</sup>. Los grupos de trabajo deberían estar presididos por los principales beneficiarios del MBML (por ejemplo, la oficina de gestión de la deuda o el banco central). Lo ideal es que el grupo de trabajo se establezca en las primeras fases del proceso de reforma. El comité de alto nivel debería estar presidido a nivel ministerial. Lo ideal sería que el ministerio de Hacienda se encargara de la dirección y la secretaría, aunque en la práctica el acceso del banco central a los recursos a menudo significa que esta entidad es más idónea para dirigir el proceso, incluidos muchos de los grupos de trabajo.

Los talleres y otros eventos podrían servir de punto de partida para la elaboración del plan de reforma. Es esencial que los funcionarios competentes participen plena y activamente en la formulación del plan de reforma. Los funcionarios del sector público que representen a las entidades pertinentes pueden dialogar a nivel técnico y a alto nivel, incluyendo según corresponda a los participantes del sector privado (por ejemplo, a través de foros consultivos). Dado que la responsabilidad de la aplicación recaerá en los funcionarios del sector público, los planes de reforma deben ser realistas y adaptarse a sus respectivas circunstancias, teniendo en cuenta la viabilidad política y la capacidad administrativa.

---

<sup>2</sup>La participación del sector privado podría ser menos intensiva (es decir, a través de un consejo consultivo, si no como integrante del grupo de trabajo).

### **Paso 3: Evaluar las condiciones propicias y las etapas de desarrollo del mercado en cada componente básico**

Evaluar el grado en que se cumplen las condiciones propicias es fundamental para determinar las posibilidades de desarrollo del mercado (véase la primera sección de la parte 1). Será difícil avanzar significativamente en la reforma del MBML si no se dan las condiciones propicias. En esas situaciones, sería aconsejable centrar la atención en que se cumpla el mayor número posible de condiciones propicias.

El marco de diagnóstico debe utilizarse para evaluar el grado de desarrollo de cada componente básico. La evaluación ayudaría a determinar los aspectos en los que el país presenta deficiencias en cuanto a las funcionalidades críticas para el desarrollo del mercado. Sería útil disponer de un mapa que indique las necesidades más acuciantes, a fin de determinar las principales prioridades.

### **Paso 4: Analizar la posibilidad de identificar grupos afines para comparar experiencias**

El análisis de los grupos homólogos puede servir para familiarizarse con otras experiencias de reforma del MBML y los posibles escollos en su aplicación. Los países homólogos pueden definirse en función del ingreso y la población<sup>3</sup>, o según la proximidad geográfica, la estructura económica (por ejemplo, el grado de dolarización), el tamaño del sector financiero, el régimen de política monetaria o la etapa de desarrollo del MBML. Una vez identificados, puede evaluarse si es posible replicar las experiencias de los países en etapas más avanzadas de desarrollo del mercado (por componente básico). Además, este análisis ayuda a establecer objetivos realistas para el desarrollo del MBML a corto y mediano plazo.

### **Paso 5: Determinar las deficiencias de cada componente básico**

La evaluación del marco y el análisis del grupo de países homólogos pueden servir para identificar las deficiencias presentes en el MBML de un país. Las etapas identificadas para cada componente básico permitirán detectar lagunas y centrarse en los ámbitos que necesitan una mayor mejora. Además, si se utiliza el análisis del grupo de homólogos, saber qué componentes básicos están comparativamente atrasados (en los casos en que se disponga de datos) quizá permita aprender de los países que han avanzado más en el componente básico de interés. Así se podrían evaluar la viabilidad y aplicabilidad de las medidas adoptadas por otros países.

---

<sup>3</sup>Los países afines pueden identificarse utilizando la base de datos de desarrollo financiero internacional del Banco Mundial, que está basada en indicadores del PIB per cápita y el tamaño de la población.

### **Paso 6: Formular un plan de acción y las medidas necesarias para subsanar las deficiencias, teniendo en cuenta la capacidad y las limitaciones institucionales**

El plan de reforma debe basarse en una clara comprensión de los obstáculos y limitaciones para avanzar en cada indicador y componente básico. Esto debe servir para establecer un cronograma de reforma realista y fijar metas intermedias.

La secuencia propuesta de acciones y medidas de reforma debe tener en cuenta las interrelaciones entre los diversos componentes básicos. Hay medidas de política que solo pueden llevarse a cabo después de otras, pero algunas pueden aplicarse simultáneamente. Solucionar problemas en un componente básico también podría dar lugar a nuevas acciones en otros componentes básicos. El plan de reforma también debe incluir referencias adecuadas a reformas en curso en ámbitos conexos o incorporarlas, como por ejemplo el fortalecimiento de las capacidades de gestión de la deuda pública, la gestión financiera pública y la supervisión.

### **Paso 7: Proponer metas y plazos, y asignar responsabilidades claras a los organismos competentes**

El plan de reforma debe contener un plazo razonable para su realización. Debe incluir detalles sobre los desenlaces y resultados esperados, las medidas a tomar y su debida secuencia, así como los hitos pertinentes<sup>4</sup>. Además, el plan debe estimar las necesidades presupuestarias y los recursos requeridos para alcanzar los distintos objetivos. Es importante definir claramente el principal organismo responsable de la aplicación de las reformas en cada nivel de indicadores. Esto facilitará el seguimiento de los avances y permitirá una evaluación continua de la eficiencia y eficacia del plan.

#### **Los pasos para la elaboración del programa de reformas se resumen de la siguiente manera:**

1. Determinar los objetivos y las prioridades en materia de políticas del MBML.
2. Establecer un mecanismo de coordinación para la reforma del MBML.
3. Evaluar las condiciones propicias y la etapa de desarrollo del mercado en cada componente básico.
4. Analizar la posibilidad de encontrar grupos de países homólogos o afines para comparar experiencias.
5. Determinar las deficiencias en cada componente básico.
6. Trazar un plan de acción y las medidas necesarias para subsanar las deficiencias, teniendo en cuenta las limitaciones institucionales y de capacidad.
7. Proponer metas y plazos, y asignar responsabilidades claras a los organismos pertinentes.

---

<sup>4</sup>Las actividades y los resultados del primer año pueden especificarse con más detalle que los de años posteriores, los cuales dependerán de logros previos y de la evolución de las circunstancias.



## Apéndice 1. Selección de estudios de casos

### Vietnam: Mejorar el marco jurídico y reglamentario para facilitar el desarrollo del mercado

#### Contexto y dificultades

Antes de 2017, eran pocas las leyes y reglamentaciones que permitían las emisiones de deuda pública basadas en el mercado. La mejora del marco jurídico y reglamentario es un aspecto esencial de la ejecución del programa de reformas. Como parte de su compromiso con el desarrollo del mercado de bonos, el gobierno de Vietnam aprobó una hoja de ruta para el desarrollo del mercado de bonos públicos de Vietnam en 2017–20, con miras a 2030.

#### Solución

La ley fue modificada para que el gobierno pudiera endeudarse a través del mercado de bonos. Esta facultad quedó consagrada en la enmienda de la Ley de gestión de la deuda pública aprobada por la Asamblea Nacional en noviembre de 2017, que entró en vigor en julio de 2018. La nueva ley regula la emisión, el registro, el depósito, la cotización y la negociación de instrumentos de deuda pública<sup>1</sup>. Asimismo, establece un nuevo marco para el sistema de operadores primarios y facilita un servicio de préstamo de valores, gestionado por el Tesoro Nacional de Vietnam<sup>2</sup>.

Esta ley actualizada ha sido complementada con una serie de circulares diseñadas para mejorar la eficiencia de las operaciones del mercado de bonos públicos<sup>3</sup>. Estas circulares buscan eliminar las lagunas jurídicas presentes en la legislación facilitando la gestión de pasivos (mediante reestructuraciones y recompras), el buen funcionamiento del sistema de operadores primarios, el apoyo a la liqui-

---

<sup>1</sup>Sustituyó al decreto anterior con fecha 1 de julio de 2018.

<sup>2</sup>El servicio de préstamo de valores se denomina “apoyo a la liquidez” en la legislación de Vietnam.

<sup>3</sup>Publicadas en 2018 y 2019.

dez ofrecido por el tesoro nacional y la negociación intradía para operadores primarios, con el fin de aumentar la eficiencia del sistema de creación de mercado. Las tres circulares publicadas son: 1) circular 110 sobre emisión y liquidación de instrumentos de deuda pública; 2) circular 111 sobre reestructuración y recompra de bonos públicos, bonos con garantía pública y bonos municipales en el mercado interno, y 3) circular 30 sobre registro, depósito, cotización, negociación y liquidación de instrumentos de deuda pública y bonos con garantía pública emitidos por bancos para fines de políticas sociales y bonos municipales.

### **Resultados**

Vietnam ha establecido un marco jurídico como base de una estrategia modernizada de emisión y gestión de deuda. Gracias a este marco el mercado de deuda pública ha registrado un sólido crecimiento en los últimos años, durante los cuales el mercado interno de valores también ha cobrado mayor importancia.

## **Georgia: Formular e implementar reformas tributarias para apoyar el desarrollo del mercado de bonos en moneda local**

### **Contexto y dificultades**

En abril de 2016, Georgia publicó su estrategia y plan de acción para el desarrollo del mercado de capital (Plan de mercados de capital), con el objetivo de incrementar activamente el acceso al financiamiento, una de las principales metas de la *Estrategia para el desarrollo socioeconómico, "Georgia 2020"*. En el Plan de mercados de capital se identificaban algunos de los obstáculos al desarrollo de los mercados de capital en Georgia, como marcos jurídicos y reglamentarios, sobre todo en materia de tributación.

### **Solución**

Las autoridades reformaron el marco de la ley tributaria que rige los mercados de bonos primario y secundario de Georgia. Para ello, examinaron el marco existente para determinar aspectos que debían ser reformados y, posteriormente, elaboraron y redactaron un conjunto de medidas tributarias para respaldar mejor el objetivo de política del gobierno de profundizar los mercados de capital internos, incluidos los mercados de bonos en moneda local (MBML).

Esta iniciativa culminó con la promulgación de varios programas de reformas de la legislación tributaria. De entrada, las reformas se centraron en el lado de la oferta de los valores públicos (abordaron el tratamiento fiscal de los valores públicos tanto en el mercado primario como en el secundario). Las autoridades también abordaron el lado de la demanda (centrándose en ajustar de forma eficaz y eficiente el tratamiento tributario de los principales grupos de inversionistas institucionales, incluidos fondos comunes de inversión y fondos de inversión,

### Cuadro del apéndice 1.1. Reformas de la ley tributaria promulgadas recientemente en Georgia

Programa 1 (tasas de interés e incentivos)	Programa 2 (enmiendas técnicas)
Los valores públicos gozan de exenciones tributarias sobre la renta y ganancias (para inversionistas externos).	<p>Las enmiendas técnicas eliminan los impedimentos tributarios y aportan certeza a los inversionistas; abordan lo siguiente:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ventas en el mercado secundario (diferenciando entre componentes de capital e intereses).</li> <li>• Tributación de repos (conforme al recuadro 1.2).</li> <li>• Tributación de préstamos de valores (similar a los repos).</li> <li>• Tratamiento de las garantías financieras (similar a los repos).</li> <li>• Tributación de derivados (valoración a precios de mercado).</li> </ul>

para fomentar la inversión y la liquidez en valores públicos). El cuadro del apéndice 1.1 presenta un panorama general de las reformas integradas introducidas por Georgia para crear un marco de la ley tributaria competitivo para todas las principales clases de inversionistas en los mercados de bonos primario y secundario del país, incluidos los inversionistas no residentes.

### Resultados

Georgia dispone ahora de un marco tributario con normas claras y sólidas para determinar el tratamiento tributario de los ingresos procedentes de los bonos en moneda local (como montos de intereses, descuentos y vencimiento). Este marco es aplicable a todas las principales clases de inversionistas internos y externos. Las reformas aportaron claridad muy necesaria acerca del tratamiento fiscal de las transacciones en el mercado secundario (como el tratamiento tributario de las ganancias obtenidas de ventas secundarias por inversionistas tanto minoristas como institucionales, y transacciones de repos, préstamos de valores, garantías financieras e instrumentos derivados para inversionistas institucionales).

Asimismo, las autoridades formalizaron el régimen tributario aplicable a inversionistas externos. Georgia comenzó a aplicar incentivos y exenciones a los impuestos de retención de intereses y ganancias de capital (véase el cuadro del apéndice 1.1) acordes con las prácticas internacionales comunes. Este nuevo régimen ha permitido respaldar el establecimiento continuo de vínculos de inversión vitales entre el mercado de bonos de Georgia y Clearstream<sup>4</sup>.

La totalidad de las ventajas derivadas de estas reformas se harán patentes con el correr del tiempo. Sin embargo, los recientes esfuerzos encaminados a eliminar los impedimentos tributarios y establecer un marco tributario competitivo para todas las principales clases de inversionistas (incluidos los no residentes) han creado condiciones legislativas propicias para seguir profundizando el MBML de Georgia.

<sup>4</sup>Véase más información sobre la depositaria de valores Clearstream en <https://www.clearstream.com/clearstream-en/products-and-services/market-coverage/europe-non-t2s/georgia/market-link-guide-georgia-1281410>.

## **Georgia: Infraestructura del mercado financiero**

### **Contexto y dificultades**

La infraestructura posterior a la negociación de valores tanto públicos como empresariales estaba fragmentada entre el banco central y la bolsa. Las operaciones de la central depositaria de valores (CDV) del banco central estaban automatizadas, pero el procesamiento del segmento correspondiente a los valores empresariales se hacía en papel y de forma manual, las liquidaciones tomaban varios días, existía un riesgo moderado de custodia y liquidación, y la resiliencia de la infraestructura del mercado financiero (IMF) ante perturbaciones y desastres era deficiente. El mercado de capitales era pequeño y estaba en desarrollo, y la dificultad estaba en permitir que el segmento de valores no públicos del mercado de capital operara y regulara la actividad dentro de un único sistema de IMF independiente del mercado de valores públicos.

### **Solución**

En 2018, el Banco Nacional de Georgia realizó consultas y colaboró con la bolsa del país para crear un sistema público-privado y centralizado de IMF, tanto para los valores públicos como para los mercados de capital. Este sistema, llamado Sistema de liquidación de valores de Georgia, es un sistema único que engloba las funciones de CDV y subasta y se encuentra plenamente integrado con las liquidaciones brutas en tiempo real<sup>5</sup>. El sistema es compatible con dos CDV perfectamente conectados entre sí y con el sistema de liquidación bruta en tiempo real y las cuentas bancarias comerciales mantenidas en el Banco Nacional de Georgia. El sistema permite transferir de forma eficiente valores entre las CDV y la liquidación en dinero del banco central relativa a todas las operaciones en valores del sector financiero<sup>6</sup>.

El Banco Nacional de Georgia es propietario y administrador de los equipos informáticos y de red del sistema, pero comparte los derechos del software con la CDV de Georgia. Así pues, el banco central es responsable de toda la infraestructura de mercados financieros de importancia sistémica; es decir, su capacidad y rendimiento, el mantenimiento y desarrollo de sistemas, y el desarrollo y mantenimiento de los sitios primario y secundario de entrega contra pago (ECP). El mercado de valores de Georgia opera una CDV en el marco del sistema de liquidación de valores del país, en virtud de un acuerdo contractual con el banco central.

---

<sup>5</sup>El sistema fue desarrollado por un proveedor internacional de software de sistemas de IMF.

<sup>6</sup>El procedimiento es más complejo si se realiza entre los sistemas de liquidación de varias CDV independientes y el banco central.

Este moderno sistema atiende todas las necesidades 1) del Banco Central de Georgia y el ministerio de Hacienda para el desarrollo del mercado de valores públicos, 2) del Banco Central de Georgia en relación con la ejecución de operaciones monetarias y el mantenimiento de la estabilidad financiera, y 3) los requerimientos del mercado de valores de Georgia para promover el desarrollo del mercado de capital.

## Resultado

El Banco Central de Georgia lleva a cabo actividades de CDV exclusivamente en relación con valores públicos y valores emitidos por el banco central. El mercado de valores de Georgia realiza actividades de CDV en relación con deuda empresarial, deuda supranacional en moneda local, acciones y otros valores. El Banco Central de Georgia y el mercado de valores son responsables del desarrollo, regulación, liquidación, vigilancia y supervisión de los mercados de valores públicos y de capital. Como estas CDV operan de forma independiente, el banco central puede adoptar políticas de interés público para el funcionamiento y desarrollo del mercado de valores públicos, mientras que la bolsa del país puede perseguir por su parte objetivos del sector privado con el fin de desarrollar los mercados de capital. Por ejemplo, cada CDV puede establecer sus propias normas y reglamentos, crear nuevos valores, determinar los criterios de acceso para inversionistas<sup>7</sup>, gestionar operaciones de sociedades, usar los modelos de negociación que correspondan (extrabursátil o bursátil) y modelos de liquidación preferenciales (ECP1, ECP3), supervisar las liquidaciones, y regular la actividad<sup>8</sup>.

El resultado ha sido una eficiencia máxima en las operaciones, gracias a la consolidación de la infraestructura lograda al 1) mantener presente el interés del sector público, ya que es el banco central el que dirige el sistema y desempeña funciones de CDV solo para los bonos públicos; 2) mantener el sector público y/o el banco central separado de las operaciones de CDV comerciales (bonos empresariales y acciones), que son en realidad actividades del sector privado y que implican riesgos jurídicos, financieros y de reputación, y 3) realzar el compromiso, la reputación y la capacidad financiera del Banco Central de Georgia para fomentar la confianza de los inversionistas en la IMF de los mercados de valores públicos y capital, en particular la de inversionistas no residentes.

---

<sup>7</sup>A menudo hay políticas distintas para regular el acceso a las CDV públicas y privadas.

<sup>8</sup>ECP1 es el modelo predeterminado para los valores públicos; la bolsa de Georgia utiliza ECP1 y ECP3.

## **Malasia: Reducir los obstáculos a la participación de inversionistas externos**

### **Contexto, dificultades y solución**

Malasia llevó a cabo una reforma del marco reglamentario con el objetivo de atraer a inversionistas internacionales. El país ha introducido reformas cada vez más avanzadas para eliminar los obstáculos que limitan la participación de los inversionistas extranjeros en el MBML.

En 2004, las autoridades eliminaron los impuestos de retención para no residentes sobre los ingresos procedentes de bonos públicos y empresariales. También se relajaron considerablemente las restricciones a la convertibilidad de la moneda local: en 2005 se permitió por primera vez a los no residentes vender contratos a plazo en divisas frente al ringit malayo como cobertura de los ingresos y las salidas comprometidas por privatización de activos en ringits. En 2007, para que los no residentes pudieran obtener préstamos en moneda local para financiar sus inversiones, las autoridades suprimieron el límite de los servicios de sobregiro concedidos por operadores autorizados a corredores de bolsa no residentes o bancos de custodia para liquidar compras de valores cotizados. Ese mismo año también se eliminaron los requisitos de registro para préstamos a no residentes denominados en ringits.

En 2016 y 2017, el banco central anunció una serie de medidas para potenciar el desarrollo de la liquidez del mercado de divisas sujeto a la reglamentación nacional. Estas medidas dotaron a los inversionistas de flexibilidad adicional para dar cobertura activa a sus exposiciones; por su parte, los residentes disponen de más vías para la cobertura del riesgo de tasas de interés, gracias a la mayor liberalización de las ventas cortas reguladas. Más recientemente, se han adoptado otras iniciativas para seguir desarrollando el mercado, a saber: 1) reforzar el mercado de repos incrementando la disponibilidad de valores en circulación que pueden tomarse prestados mediante repos, 2) mejorar los mecanismos de entrega de valores, y 3) facilitar las operaciones de cobertura a los inversionistas externos.

### **Resultados**

Estas medidas han traído consigo un incremento de la proporción de inversionistas externos en el MBML. La proporción pasó de 13,5% de finales de 2009 a un máximo de 35,75% en septiembre de 2016, para reducirse después hasta aproximadamente 24% (marzo de 2019). La composición de la base de inversionistas del mercado de bonos malayo también se ha ampliado e incluye ahora un mayor número de inversionistas a mediano y largo plazo, lo cual también ha contribuido a mejorar la estabilidad del mercado.

Las medidas cambiarias adoptadas en 2016–17 fueron positivas para el desarrollo del mercado. Los cambios introducidos multiplicaron las oportunidades de cobertura, así como de la oferta de divisas en el país. Aunque el volumen de negocios de los mercados internos al contado, a plazo y de canje (swap) de divisas ha mejorado, los diferenciales entre el precio de oferta y de compra han disminuido, y la volatilidad del ringit se ha reducido (Grigorian, 2019). La existencia de un eficiente mercado de derivados sobre divisas en Malasia ha permitido atraer a un abanico más amplio de inversionistas externos y enriquecer el mercado de bonos, al aumentar el descubrimiento de precios y la liquidez (Lu y Yakolev, 2018).

## **Malasia: Establecimiento de condiciones previas y una importante base de inversionistas institucionales para apoyar el desarrollo del mercado de deuda pública interna**

### **Contexto y dificultades**

Malasia pasó de mantener un superávit presupuestario a crear un mercado de valores públicos. Hasta finales de la década de 1950, cuando Malasia obtuvo su independencia (1957), el gobierno del país no había tenido necesidad ni incentivos para endeudarse, ya que registraba superávits presupuestarios en un contexto de elevados precios de las materias primas y políticas fiscales procíclicas<sup>9</sup>. La desaceleración mundial de las materias primas a mediados y finales de esa década tuvo repercusiones negativas, y el gobierno comenzó a prepararse mejor para asumir deuda, estableciendo los requisitos necesarios para crear un mercado interno de deuda pública sólido y viable.

### **Solución**

Aunque se adoptaron varias medidas, la más decisiva fue la creación de una base de inversionistas institucionales internos. Las autoridades determinaron la necesidad de disponer de un volumen de valores en circulación lo suficientemente grande, un entorno de tasas de interés estables, actores pertinentes en el mercado, y un cronograma de emisiones regulares predecible. Al principio los esfuerzos se centraron en la primera condición: un volumen de valores públicos lo suficientemente grande. La introducción de los valores del Estado malayo —principalmente de mediano y largo plazo— tuvo un propósito doble: no solo financiar el sector público, sino también convertirse en activos de inversión para el principal fondo de previsión del país, el Fondo de Previsión para Empleados (FPE), creado en 1951. Aunque desde entonces la base de inversionistas institucionales internos se ha ampliado de forma significativa, más allá del FPE, la conclusión principal es que las políticas encaminadas a generar capital interno de largo plazo son un pilar esencial para el desarrollo del mercado de deuda pública, así como un requisito indispensable para atraer a inversionistas extranjeros. Actualmente, el gobierno de

<sup>9</sup>Una fuente importante de información de esta sección ha sido la Comisión de valores de Malasia (2004).

**Cuadro del apéndice 1.2. Principales inversionistas institucionales en Malasia**

	<b>Fondo de Previsión para Empleados</b> (mayor fondo de pensiones de Malasia)	<b>KWAP</b> (segundo mayor fondo de pensiones de Malasia)	<b>Permodalan Nasional Berhad</b> (principal empresa gestora de fondos de Malasia)
Activos bajo gestión	MYR 839.600 millones (final de 2018)	MYR 136.500 millones (final de 2018)	MYR 298.500 millones (final de 2018)

Fuentes: Informe anual del Fondo de Previsión para Empleados, 2018; Informe anual de KWAP, 2018; e informe anual de Permodalan Nasional Berhad, 2018.

Nota: KWAP = Kumpulan Wang Persaraan; MYR = ringgit malayo.

Malasia depende en gran medida de emisiones internas para cubrir sus necesidades de financiamiento; los préstamos externos solo representaban el 3% del saldo de deuda al final de 2019<sup>10</sup>.

El FPE es la piedra angular del desarrollo del mercado de bonos internacional de Malasia. Fue creado para incentivar el ahorro de los hogares (se rige por la Ley del FPE de 1951) y es obligatorio para casi todos los malayos empleados en el sector formal (y sus empleados), que deben contribuir al fondo conforme a tasas reglamentarias. Las aportaciones se mantienen como capital a largo plazo. La política estipula que no se puede retirar un 70% de las aportaciones antes de la edad de jubilación (55 años); el 30% restante puede retirarse únicamente en determinadas circunstancias (por ejemplo, para vivienda o educación). En las casi siete décadas transcurridas, las aportaciones al FPE no han dejado de crecer. En consecuencia, a finales de 2019 el tamaño agregado del fondo era considerable —839.600 millones de ringgits—, lo cual equivale al 58% del PIB. Esto lo convierte en uno de los mayores fondos de pensiones del mundo, según esta medida. Desde su creación, el FPE viene realizando fuertes inversiones en el mercado de bonos; más recientemente, se ha guiado por lo dispuesto en la Ley de 1991.

Está previsto aplicar medidas adicionales para ampliar y desarrollar el lado de la demanda (cuadro del apéndice 1.2). Con el tiempo, la autoridad encargada de los mercados de capital y el banco central han adoptado una serie de medidas para ampliar y profundizar la base de inversionistas y el sector de gestión de activos, con el objetivo de incorporar empresas de seguros, fondos de inversión colectiva, fondos minoristas y fondos comunes de inversión. Son pasos importantes que han permitido tercerizar la gestión de los fondos de grandes inversionistas a largo plazo, como el FPE, para seguir aumentando la liquidez en el mercado secundario. La creación, en la década de 1980, de una importante sociedad estatal para la gestión de fondos y fondos de inversión colectiva —Permodalan Nasional Berhad— también fue decisiva para impulsar el desarrollo de una amplia base de inversionistas internos, que también ha respaldado las inversiones en valores internacionales de Malasia.

<sup>10</sup>Los préstamos externos incluyen las tenencias de no residentes de valores emitidos a nivel nacional como deuda interna.

## India: De la represión financiera a las tasas de interés basadas en el mercado

### Contexto y dificultades

Antes de la década de 1990, el mercado de valores públicos de la India se caracterizaba por una abundancia de medidas de represión financiera. Entre ellas estaban las tasas de interés reguladas, una curva de rendimientos inexistente, un mercado secundario moribundo y una base de inversionistas cautivos formada por bancos. Los crecientes déficits fiscales acumulados en la década de 1980 habían incrementado considerablemente el volumen de deuda del gobierno central, en especial de la deuda a corto plazo, debido a la distensión automática del Banco de la Reserva de la India, a través del mecanismo de letras del tesoro concebido para ese fin (*ad hoc*)<sup>11</sup>. El nivel artificialmente bajo de los rendimientos de los valores públicos también afectó la estructura de rendimientos de otros activos financieros del sistema y se tradujo en un aumento general de las tasas de interés de los préstamos. Con este telón de fondo, y en el contexto del programa de reformas económicas generales, a comienzos de la década de 1990 se introdujeron reformas en los mercados de valores públicos.

### Solución

La primera fase de reformas (comienzos de la década de 1990) se dedicó a crear un entorno favorable al desarrollo del mercado de valores públicos. Durante esta fase, se eliminó la monetización automática y se mejoró la disciplina fiscal, a través del sistema de anticipos presupuestarios<sup>12</sup>. También se abolió el sistema de tasas de interés administradas, y se reestructuró el mecanismo de emisiones para que reflejara los precios de mercado<sup>13</sup>.

La segunda fase de reformas (mediados y finales de la década de 1990) se centró en el desarrollo de la infraestructura institucional y de mercado. En 1995 se creó el sistema de operadores primarios, juntamente con el sistema de liquidación de entrega contra pago (ECP); también se introdujeron los bonos con interés variable. El mercado siguió desarrollándose, gracias a la introducción de los repos y a que se autorizó a los inversionistas institucionales a invertir en el MBML, dentro de los límites establecidos. En 1997, el Banco de Reserva

---

<sup>11</sup>Las letras del tesoro con criterio *ad hoc* tenían un vencimiento de 91 días, pero podían cancelarse en cualquier momento, incluso antes del período de vencimiento, si así lo justificaba la situación de liquidez del gobierno. Las letras del tesoro con criterio *ad hoc* se convertían en valores especiales en su fecha de amortización.

<sup>12</sup>El acuerdo sobre anticipos presupuestarios sustituyó oficialmente al mecanismo de letras del tesoro *ad hoc* en 1997, aunque el proceso se había iniciado en 1994.

<sup>13</sup>Más concretamente, en 1991 se introdujo un sistema de subasta para el descubrimiento de precios. Posteriormente, en 1993, se crearon las letras del tesoro a 91 días para gestionar la liquidez y establecer parámetros de referencia. El Banco de la Reserva de la India y el gobierno firmaron un acuerdo histórico sobre la emisión neta de letras del tesoro con criterio *ad hoc*, que fue reduciéndose progresivamente: mientras que a comienzos de la década de 1990 era de 38%, al final de 2019 se había situado en 18%.

de India y el gobierno acordaron también introducir un sistema de anticipos presupuestarios al gobierno central, así como, entre otros aspectos, suspender las letras del tesoro ad hoc. Posteriormente, en 1999, se crearon instrumentos extrabursátiles derivados sobre tasas de interés, como swaps de tasas de interés y contratos a futuro sobre tasas de interés. Además, en el año 2000 se puso en marcha el mecanismo de ajuste de liquidez, pensado para gestionar los descaldes de liquidez sistémicos de corto plazo como instrumento primordial en operaciones de política monetaria.

Por otro lado, el gobierno abordó el problema del conflicto de intereses entre la ejecución de la política monetaria y las operaciones de gestión de la deuda. Con la aprobación de la Ley de responsabilidad fiscal y gestión presupuestaria de 2003, se prohibió al Banco de la Reserva de la India participar en el mercado primario, mitigando así el potencial de dicho conflicto de intereses entre la gestión de la deuda y la política monetaria. Esta reforma contó también con el respaldo del éxito relativo del desarrollo hasta ese momento del mercado de valores públicos.

### **Resultado**

La proporción de préstamos de mercado en el financiamiento por el gobierno central del déficit fiscal pasó de 18% en el ejercicio fiscal 1992 a más del 70% en el ejercicio fiscal 2003. Este crecimiento vino acompañado de un aumento inicial del costo de la deuda, que se revirtió con el tiempo.

La correcta implementación del sistema de subasta basado en el mercado se reflejó en la concentración de las emisiones en los vencimientos más cortos. La emisión de bonos con vencimientos superiores a 10 años se redujo de 76% del total de préstamos en el ejercicio 1992 a 16,1% en el ejercicio 1999. Durante ese mismo período, la proporción de valores con un vencimiento inferior a cinco años pasó de 7,4% a 41,4% del total de los empréstitos. A comienzos de la década de 2000, el gobierno puso en marcha una estrategia para crear valores de referencia, que obligó también a introducir reformas en el régimen de gestión de la liquidez. Desde entonces, el gobierno ha venido ampliando su curva de rendimientos e incrementando el vencimiento medio ponderado de la deuda pendiente de reembolso<sup>14</sup>.

## **Honduras: Introducción de una plataforma electrónica de negociación para los mercados monetarios**

### **Contexto y dificultades**

El mercado de capitales de Honduras es poco profundo, y el sistema bancario presenta una persistente liquidez excedentaria. La intermediación en el mercado

---

<sup>14</sup>De 6,5 años en el ejercicio 1998 a 8,9 años en el ejercicio 2003, y hasta 10,6 años en el ejercicio 2018.

monetario interbancario ha planteado dificultades y ha entorpecido el desarrollo del mercado local. Tradicionalmente, los bancos se han mostrado a favor de mantener importantes reservas de efectivo para hacer frente a posibles necesidades de liquidez repentinas de sus clientes. Además, la limitada cultura de préstamos interbancarios hace que los bancos comerciales prefieran depositar el exceso de liquidez en el fondo de inversión del Banco Central de Honduras, en vez de prestarlo a otros bancos que puedan necesitarlo. Asimismo, los grandes bancos tienen dificultades para comerciar con bancos nuevos o más pequeños, debido a la falta de garantías de estos.

El Banco Central de Honduras ha promovido el desarrollo del mercado interbancario garantizado a través del uso de transacciones repo y reporto pasivo. En diciembre de 2017, emitió una resolución por la que se establece que cualquier transacción de crédito denominada en moneda nacional realizada entre instituciones del sistema financiero (préstamos interbancarios) puede estar respaldada por cualquier valor público o del banco central, utilizando la plataforma depositaria de valores del Banco Central de Honduras o una garantía fiduciaria.

### **Solución**

El Banco Central de Honduras puso en funcionamiento una mesa de negociación electrónica para mejorar la liquidez y transparencia en el mercado de repos. Se trata de una plataforma a través de la cual bancos y sociedades financieras negocian acuerdos de recompra ya sea del Banco Central de Honduras o de valores públicos, diariamente entre las 09.00 h. y las 12.20 h. Con esta limitación del horario de negociación se pretende concentrar la liquidez del mercado y hacer que el sistema resulte más atractivo a los participantes en el mercado.

### **Resultado**

La actividad en el mercado interbancario ha mejorado desde que se introdujera la mesa de negociación electrónica en enero de 2019. Dicha mejora se refleja en el volumen negociado en el mercado de préstamos interbancarios, que pasó de un promedio mensual de 1.800 millones de lempiras hondureños en 2015–18 a casi 30.000 millones de lempiras entre abril y julio de 2019. La mesa de negociación electrónica también ha contribuido al incremento de la liquidez en el mercado de repos interbancario, gracias a lo cual a los inversionistas les es más fácil mantener sus posiciones en valores, financiándolas con repos cuando les falta liquidez. Por otro lado, también ha contribuido a la ejecución de la política monetaria, puesto que ha permitido acercar la tasa media de interés interbancario a la tasa de política monetaria (a pesar del exceso de liquidez estructural). De este modo, ha ayudado a definir el punto de partida de la curva de rendimientos en lempiras.

## **Brasil y México: Coordinación de la gestión de la deuda y la política monetaria**

### **Contexto y dificultades**

Brasil y México enfrentaban dificultades para coordinar la gestión de la deuda con las operaciones de política monetaria, ya que los bancos centrales de ambos países solían ejecutar su política monetaria a través de la emisión de sus propios valores. Las cuantiosas entradas de capital registradas en estos países dieron lugar a importantes emisiones por parte de sus bancos centrales. Esto generó no solo una competencia no deseada entre los dos emisores oficiales, sino también la fragmentación del mercado, que obstaculizó el desarrollo del MBML.

Ambos países llegaron a la conclusión de que la situación no era propicia para el desarrollo del mercado, y acordaron coordinar mejor sus políticas. La forma de abordar esta cuestión no fue la misma en los dos países.

- En 2006, el banco central de México accedió a utilizar los valores públicos para gestionar el exceso de liquidez en el sistema bancario. En virtud de este nuevo acuerdo, el Banco de México y la Secretaría de Hacienda se reúnen trimestralmente para determinar el volumen de valores públicos que debe emitirse. Los valores públicos emitidos en consecuencia para fines de política monetaria son canjeables por valores emitidos por el gobierno a efectos de financiamiento.
- En Brasil, la Ley de responsabilidad fiscal promulgada en 2002 prohíbe al banco central emitir valores propios. Desde entonces, la política monetaria se ejecuta a través de acuerdos de recompra que utilizan valores públicos negociables como garantía.

### **Resultados**

En ambos países, la política monetaria se ejecuta actualmente a través de valores del gobierno central. Este procedimiento evita la fragmentación del mercado, que puede surgir cuando se emiten dos tipos de valores diferentes. Asimismo, la política contribuye a aumentar la liquidez de los valores públicos, sin menoscabar la capacidad del banco central para ejecutar la política monetaria.

## **Perú: Mejoras en la estrategia de emisiones**

### **Contexto y dificultades**

Perú afrontaba importantes dificultades provocadas por el reducido nivel de liquidez de mercado secundario en su mercado de bonos del Estado, a pesar de haber conseguido la calificación de grado de inversión en 2008. Las principales causas de los problemas de liquidez eran 1) la emisión fragmentada de valores públicos y del banco central, 2) la poca previsibilidad en el mercado primario

en cuanto al calendario de subastas del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), y 3) la capacidad restringida de los operadores primarios para la creación de mercado. Además, el método de subasta (híbrida) y la oferta referencial afectaban la formación de precios y la demanda de los inversionistas. En 2015 y 2016, la falta de demanda y la dispersión de precios obligó al MEF a cancelar un número considerable de subastas.

### Solución

Desde principios de 2017 el MEF ha adoptado medidas para mejorar la previsibilidad de las subastas. Entre ellas destacan: 1) aumentar la comunicación con los operadores primarios y los principales fondos de pensiones (administradoras de fondos de pensiones, o AFP) en relación con la demanda de subastas; 2) sustituir el método híbrido de subasta por subastas de precio uniforme, y 3) reabrir los bonos de referencia para reducir el número de bonos en circulación.

### Resultado

Las medidas adoptadas han mejorado la transparencia general y han ayudado a incrementar la liquidez en el mercado secundario. El MEF no se ha visto obligado a cancelar ninguna subasta desde la aplicación de las reformas. La estrategia adoptada ha permitido al MEF “solarizar” (el sol es la moneda del Perú) la deuda global, de una contribución de 5% en 2004 a 61% en 2018. Además, la liquidez en el mercado secundario se disparó, pasando de un promedio de 4.800 millones de soles en 2015 a 14.000 millones de soles en 2018. De esta forma, los operadores primarios han podido dar mejor servicio a sus clientes y cubrir sus posiciones en el mercado secundario.

## Unión Económica y Monetaria del África Occidental: Mejoras en el funcionamiento del mercado primario y la estrategia de emisiones

### Contexto

Antes de 2015, el mercado de deuda pública regional de la Unión Económica y Monetaria de África Occidental (UEMAO) se caracterizaba por la falta de transparencia y previsibilidad en las operaciones de emisión, así como por la ausencia de emisiones periódicas de instrumentos de deuda<sup>15</sup>. En la mayoría de los países, los calendarios de emisiones y la información relativa a ellas no se proporcionaban por adelantado a los participantes en el mercado. En algunos casos, las licitaciones

<sup>15</sup>Los países que integran la UEMAO son Benin, Burkina-Faso, Côte d'Ivoire, Guinea-Bissau, Mali, Níger, Senegal y Togo. Comparten una misma moneda —el franco CFA, vinculado al euro—, el mercado de capital regional y las autoridades financieras regionales, incluido el banco central de la UEMAO. Cada país elabora y ejecuta su propio programa de préstamos. Los inversionistas en alguno de los países de la UEMAO pueden comprar valores emitidos por cualquier gobierno perteneciente a la Unión.

se publicaban el día anterior a la subasta, lo cual generaba incertidumbre entre los inversionistas y, en consecuencia, limitaba las posibilidades de elevar al máximo la participación en las subastas. Ocasionalmente, varios países competían por la liquidez en el mismo vencimiento, en un mercado que carecía de profundidad y liquidez, y para ello celebraban subastas en el mismo día. En todos los países, los importes emitidos solían ser bastante superiores a los anunciados, y los resultados de las subastas no siempre se divulgaban oportunamente. Las estrategias de emisión ofrecían un surtido desigual de vencimientos (favoreciendo los valores de amortización a largo plazo), en vez de un mecanismo sistemático para ir alargando la curva de rendimientos. Con la ayuda del Banco Mundial y el FMI, las autoridades implementaron varias medidas para mejorar el funcionamiento del mercado de valores públicos regional y aumentar su atractivo.

### **Solución**

En 2013, las autoridades regionales crearon la agencia UMOA-Titres, de carácter regional, para que coordinara las emisiones en el mercado regional; en los años posteriores, reforzaron el marco reglamentario de las operaciones en mercados primarios. Esta agencia regional asiste a sus países miembros con los aspectos operativos de las subastas (publicación de calendarios de emisiones, licitaciones, resultados de las subastas, sondeos de mercado, etc.), la coordinación entre diferentes emisores y las relaciones con los inversionistas. En años posteriores, las autoridades regionales aplicaron una serie de medidas, a través de regulaciones, para fomentar la previsibilidad y la transparencia de las operaciones en valores públicos, tales como las siguientes: 1) publicación del calendario de emisiones trimestral al comienzo de cada trimestre; 2) anuncio a los mercados, por lo menos cinco días antes de cada subasta, del importe que se venderá y de los vencimientos ofrecidos, y 3) aplicación de un tope al importe emitido con respecto al importe anunciado.

Al mismo tiempo, la mayoría de los países de la UEMAO consolidaron la capacidad de las entidades de gestión de la deuda para elaborar y aplicar una estrategia coherente de financiamiento. A través de la asistencia del FMI y el Banco Mundial, muchos de estos países recibieron capacitación personalizada para formular y ejecutar programas préstamos internos negociables, evaluar la demanda de los inversionistas e interactuar con estos. Asimismo, se les ofreció capacitación sobre fundamentos del mercado de valores públicos (características y determinación del precio de los valores públicos), técnicas de emisión y pasos para elaborar una curva de rendimientos.

### **Resultado**

Se han logrado avances significativos en la mejora de la previsibilidad y la transparencia de las subastas, así como en la armonización de las prácticas de emisión en la región. Desde 2015, los calendarios de emisiones se publican al inicio de cada trimestre. El tiempo requerido para publicar los resultados de las subastas se ha reducido de forma significativa; si antes se tardaban dos días

de media, ahora el promedio se sitúa en torno a las tres horas. Aunque sigue habiendo margen de mejora, la mayoría de los países mantienen una comunicación regular con los participantes en el mercado acerca de los planes de endeudamiento y las condiciones en el mercado. Las divergencias entre las emisiones efectivas y los planes de emisión se han reducido sustancialmente.

El mercado de valores públicos de la UEMAO es ahora bastante activo y ha ganado en importancia. Los ocho países miembros emiten ahora valores en distintas subastas a lo largo del año, mientras que antes de 2016 las emisiones de bonos eran menos frecuentes y se realizaban mediante sindicación. Los inversionistas en el mercado de la UEMAO compran regularmente a emisores de toda la región, y los funcionarios encargados de elaborar y aplicar los programas de préstamos de mercado internos están aumentando sus conocimientos. Los bonos reembolsables en un solo pago (*bullet*) con vencimientos de tres y cinco años han sustituido a los bonos con amortización a mediano plazo, y se ha ido introduciendo gradualmente un pequeño volumen de bonos *bullet* con vencimientos de siete y diez años.

## Serbia: Crear bonos de referencia e incrementar la dinarización

### Contexto y dificultades

En 2015, el mercado de valores públicos de Serbia se caracterizaba por la emisión periódica de instrumentos en euros y una cartera de bonos públicos denominados en dinares (SRD) ampliamente fragmentada. El 31 de diciembre de 2015, la proporción de deuda pública denominada en SRD era de 22,2%. La cartera de valores públicos en SRD estaba formada por un gran número de instrumentos en ilíquidos en circulación, y el plazo de vencimiento medio de la cartera de deuda interna seguía siendo reducido, comparado con el de otros países de la región. En un contexto de fragmentación del mercado de bonos públicos en moneda local, la oficina administradora de la deuda pública decidió poner en marcha un programa de emisiones de referencia, para crear instrumentos de referencia líquidos a través de la reapertura periódica de los bonos de referencia. El gobierno consideraba que el desarrollo del mercado de bonos públicos en moneda local era esencial para alcanzar su objetivo de ampliar el mercado de capital de Serbia y reducir el peso del euro en la economía. El programa de establecimiento de valores de referencia se consideró un elemento esencial para incrementar la liquidez en el mercado, mejorar el atractivo de este para los inversionistas, y permitir al gobierno vender vencimientos más largos.

### Solución

La oficina administradora de la deuda pública adoptó un conjunto de medidas para mejorar la liquidez del mercado de bonos públicos en dinares, mediante la elaboración de una curva de rendimientos de referencia. Las emisiones se

centraron en los bonos de referencia a tres, cinco y siete años, y se utilizaron reaperturas para ampliar el saldo de emisiones de referencia a un monto equivalente a aproximadamente USD 1.000 millones. Para reducir al mínimo los riesgos de refinanciamiento, la oficina administradora de la deuda pública inició ejercicios de gestión de pasivos antes del vencimiento en 2018.

La ley de deuda fue modificada para apuntalar la base jurídica para la emisión de bonos en Serbia. La ley de deuda pública existente encomendaba a la oficina administradora de la deuda pública la reducción del costo de la deuda, un mandato que no estaba alineado con las buenas prácticas internacionales y podría haber justificado desde el punto de vista jurídico una interferencia política en la gestión de la deuda. Además, se modificaron otras disposiciones aplicables del marco jurídico para permitir contratos de repos más coherentes en consonancia con el Acuerdo Mundial Maestro de Recompra. En 2018 se promulgó y aplicó una nueva Ley de garantías financieras, encaminada a reforzar la base jurídica del mercado de repos.

## **Resultado**

La introducción de los bonos de referencia se ha traducido en una mayor liquidez en el mercado secundario. El bono de referencia a diez años emitido en febrero de 2018 y el bono de referencia a siete años emitido en enero de 2019 presentan coeficientes de rotación anualizados de 51% y 113%, respectivamente, durante el primer semestre de 2019, mientras que el coeficiente de rotación medio de todos los bonos en dinares es de 39%. Los diferenciales entre la demanda y la oferta también son mucho más reducidos en el caso de los bonos de referencia. Asimismo, el crecimiento de la demanda ha respaldado la emisión de bonos de más largo plazo. En febrero de 2020, la oficina administradora de la deuda pública emitió bonos a 12 años en SRD por valor de 19.300 millones (aproximadamente USD 170 millones), lo cual supone la emisión en dinares de más largo plazo de la que se tiene registro.

La creación de una curva de rendimientos de referencia también logró atraer a inversionistas externos y permitió a Serbia cumplir los requisitos para su inclusión en los principales índices internacionales de referencia para bonos. La mayor transparencia de precios, liquidez y estabilidad del mercado son los principales aspectos que estudian los proveedores de índices para autorizar la inclusión. En febrero de 2020, J. P. Morgan anunció que probablemente incluiría los bonos en dinares serbios en el índice global de bonos públicos en moneda local (J. P. Morgan Government Bond Index-Emerging Markets). La noticia ha ayudado a atraer a nuevos inversionistas al mercado de bonos en dinares.

La proporción de dinares en la deuda total pendiente de reembolso ha aumentado de forma significativa. Al final de 2019, la proporción de deuda pública denominada en dinares se había incrementado hasta el 27,7%. Esto ha reforzado la capacidad del Banco Central de Serbia para ejecutar una política monetaria independiente y mejorar a la vez la velocidad y la calidad de la transmisión monetaria, fomentando así la estabilidad macroeconómica.

## Albania: Programa de creadores de mercado

### Contexto y dificultades

Albania enfrentaba una reducida liquidez en el mercado secundario y escasa transparencia de precios. Este país depende en gran medida del mercado interno, puesto que presenta una relación deuda/PIB elevada (de 66% en 2019) y más de la mitad del saldo de deuda en moneda local. Desde hace años, Albania lleva a cabo periódicamente operaciones en el mercado primario, con emisiones pendientes de reembolso en los principales plazos; sin embargo, el mercado secundario era ilíquido, lo cual se reflejaba en la poca transparencia de precios, que a su vez eleva el costo de endeudamiento del gobierno.

### Solución

En 2018, el Ministerio de Hacienda y Economía de Albania decidió poner en marcha un sistema experimental de creadores de mercado con el objetivo de mejorar la liquidez y la transparencia en el mercado secundario. El ministerio optó por el bono de cupón fijo a cinco años, al considerar que este era el vencimiento más adecuado para un valor de referencia. Con este sistema experimental se pretendía incrementar el volumen del valor emitiendo con frecuencia un mismo bono, con el fin de aumentar la negociación. Durante seis meses, se trabajó en la ampliación de la emisión acumulada del instrumento hasta los 12.000–13.000 millones de leks albaneses, equivalentes a USD 120 millones.

Se permitió a los creadores de mercado acceder a las subastas, tras firmar un contrato con el Ministerio de Hacienda y Economía. Cinco bancos acordaron actuar como creadores de mercado en el programa experimental; cada uno se comprometió a comprar por lo menos 3% de las emisiones totales en seis meses. También acordaron cotizar, dentro de lo posible, los precios del bono, participar en la fijación de precios diaria mediante la cotización de precios ejecutables durante un período determinado (30 minutos al día) a la hora establecida, y declarar los volúmenes de negociación agregados al Banco de Albania o al ministerio con periodicidad semanal o diaria. Asimismo, el ministerio creó un servicio de préstamo de valores de última instancia que dio a los creadores de mercado mayor confianza para cotizar precios.

### Resultado

La actividad del bono de referencia en el mercado secundario fue creciendo con el paso del tiempo, sobre todo si se compara con la de otros bonos. Asimismo, se observó un incremento de la negociación en otros valores públicos con vencimientos residuales similares a los del bono de referencia a cinco años. El establecimiento de una tasa de interés de referencia por parte del Banco de Albania también ayudó a mejorar significativamente la transparencia y el descubrimiento de precios del segmento a cinco años.

También se observaron otros efectos positivos en el mercado. Actualmente, los fondos de inversión locales presentan menos problemas de liquidez reglamentaria por falta de un mercado secundario activo, puesto que se invierten masivamente en bonos públicos. Ante el éxito del programa experimental de seis meses, las autoridades decidieron convertirlo en permanente a partir de enero de 2019 e incluir un plazo adicional (bonos de referencia a tres años).

## **Sudáfrica: Plataforma electrónica de negociación**

### **Contexto y dificultades**

Los problemas estructurales del gobierno y el mercado de bonos empresariales de Sudáfrica han contribuido a los reducidos niveles de liquidez disponible para la negociación.

### **Solución**

En 2012, el Tesoro Nacional constituyó un comité para el desarrollo de un mercado de bonos para todo el sector, a fin de examinar cuestiones de desarrollo que enfrentaba el mercado de bonos sudafricano, e intentar encontrar soluciones. Una de las principales recomendaciones del comité fue crear una plataforma electrónica de negociación (PEN) que permitiera una negociación más previsible, transparente y mejorada en el mercado de bonos de Sudáfrica.

El Tesoro Nacional diseñó e implementó la PEN siguiendo las recomendaciones del comité y en colaboración con el Banco Mundial<sup>16</sup>. En agosto de 2018, el mercado de valores de Johannesburgo, junto con el Tesoro Nacional y otros varios socios, puso en marcha la primera PEN para bonos públicos del país. El abanico completo de bonos públicos que reflejan la curva de rendimientos públicos fue introduciéndose por fases a la PEN, incluidos 14 bonos con tasas de interés fijas y ocho bonos vinculados a la inflación; los operadores primarios cotizaban precios de compra y venta de acuerdo con criterios predefinidos.

### **Resultado**

La PEN permite a los usuarios cumplir con sus obligaciones de creación de mercado. Con este fin, se proporcionó liquidez a los bonos públicos, lo cual intensifica la competencia, reduce los costos de transacción, contribuye al descubrimiento de precios y permite a los operadores ver la cotización en directo. Estas medidas han estimulado la confianza de los inversionistas y han mejorado el apetito por los valores públicos en el mercado.

---

<sup>16</sup>El Banco Mundial respaldó la implementación de la PEN, asesorando al gobierno sobre los modelos adecuados basados en prácticas óptimas internacionales y el contexto interno, ayudando al Tesoro Nacional a obtener el consenso de los distintos grupos interesados, prestando asesoramiento sobre los mecanismos institucionales que podrían regir la plataforma, definiendo las principales funciones de esta, diseñando el modelo de liquidación y definiendo los principios rectores de los reglamentos de la plataforma.

## Tailandia: Transparencia de precios en el mercado de bonos

### Contexto y dificultades

El mercado de bonos internos de Tailandia para el gobierno, las empresas estatales y los valores empresariales carecía de una transparencia previa y posterior a la negociación. La transparencia de precios en el mercado secundario y las normas de información sobre negociación eran ineficientes y estaban sujetas a imprecisiones<sup>17</sup>. Las normas de valoración a precios de mercado de instituciones y fondos comunes de inversión no estaban estandarizadas ni reguladas, lo cual creaba el riesgo de que los gestores valorasen de forma errónea sus carteras de bonos. El objetivo era proporcionar al mercado local información sobre el mercado primario y secundario a través de un mecanismo y una infraestructura centralizados (base de datos), con el fin de infundir confianza a los inversionistas y promover tanto la negociación de bonos como la emisión de deuda.

### Soluciones

A finales de 2005, la Comisión de Bolsas y Valores de Tailandia aprobó la licencia y las funciones de la Asociación Tailandesa del Mercado de Bonos (ATMB) como centro de recopilación de toda la información y datos sobre negociación de los mercados de bonos, y la reconoció como organismo autorregulador<sup>18</sup>. Todos los emisores estaban obligados a registrarse (pagando una cuota) en la ATMB<sup>19</sup>, el centro de información sobre el mercado de bonos, y crear un perfil de emisor que incluyera 1) las características del bono, 2) información sobre su negociación, 3) datos históricos y 4) noticias y actualizaciones importantes sobre el emisor. La normativa relativa a los valores obligaba a todos los operadores a declarar las transacciones intradías en el mercado secundario a la ATMB<sup>20</sup>; la mayoría utilizaba para ello el software de la ATMB para declarar automáticamente las negociaciones una vez introducidas en los sistemas administrativos internos de los operadores. La ATMB proporciona datos intradías y al cierre de la jornada, así como un resumen diario del mercado.

En 2006, la Comisión de Bolsas y Valores de Tailandia decretó un requisito reglamentario en virtud del cual todos los fondos comunes de inversión en bonos debían valorar diariamente sus carteras al precio de mercado basándose en las referencias de precios oficiales a fin de día de la agencia de fijación de precios de la ATMB. La ATMB publica diariamente las curvas de rendimientos

<sup>17</sup>Originalmente, las negociaciones se declaraban como sesión matutina y vespertina.

<sup>18</sup>Entró en funcionamiento en 1994 con el nombre de Club de operadores de bonos de Tailandia, pero en 1998 cambió de nombre y pasó a llamarse Centro de operaciones con bonos de Tailandia.

<sup>19</sup>Los valores públicos del ministerio de Hacienda en el mercado primario están exentos y se registran automáticamente.

<sup>20</sup>La normativa actualizada en 2012 establece una ventana de declaración de 30 minutos a partir de la hora de ejecución de la operación.

de los bonos públicos y de los bonos empresariales, conforme a las transacciones declaradas y la información disponible sobre fijación de precios de mercado y en la teoría, tanto para bonos públicos como para valores menos líquidos<sup>21,22</sup>.

## **Resultado**

El volumen de negocios del mercado de bonos secundario de Tailandia ha venido aumentando ininterrumpidamente todos los años, gracias a las medidas de política adoptadas en 2005, 2006 y 2012 para mejorar la información del mercado, la transparencia en la negociación y el descubrimiento de precios, tanto en el mercado primario como en el secundario. Por lo que se refiere al volumen en los mercados secundarios, el valor medio diario de las cotizaciones en la última década ha pasado de 18.000 millones de bahts tailandeses (USD 520 millones) en 2006 a 90.000 millones de bahts (USD 2,8 millones) en 2019.

El mercado primario de valores públicos y valores no públicos ha seguido una tendencia estable y al alza, como consecuencia de las oportunidades de mercado y el descubrimiento de precios. La oficina de gestión de la deuda pública del ministerio de Hacienda de Tailandia (OGDP) ha sabido aprovechar las iniciativas de desarrollo del mercado de la ATMB encaminadas a mejorar la información sobre los bonos y la transparencia. La OGDGP ha manifestado que la curva de rendimientos de los valores públicos elaborada por la ATMB proporciona a los gestores de deuda datos bastante precisos sobre los precios en las subastas del mercado primario. Además, la OGDGP tiene en cuenta la curva de rendimientos y su evolución a la hora de elaborar su estrategia anual de emisiones de letras del tesoro, el programa de creación de bonos públicos de referencia y la ampliación de la curva de rendimientos. El mercado primario de bonos empresariales de Tailandia también se ha beneficiado de la mejora de la información de mercado, la transparencia y el descubrimiento de precios; la emisión de bonos empresariales a largo plazo (incluidas las renovaciones) alcanzó un máximo histórico de 1 billón de bahts (USD 31.200 millones) en 2019.

---

<sup>21</sup>Desde 1999, año en el que el ministerio de Hacienda comenzó a emitir de forma activa valores públicos.

<sup>22</sup>Fijación de precios interpolada para bonos ilíquidos.

## Apéndice 2. Resultados de la encuesta

Una reciente encuesta del FMI y el Banco Mundial diseñada para determinar la fase de desarrollo actual de los mercados de bonos en moneda local fue enviada a las autoridades de los países con el objetivo de identificar los retos comunes a los que se enfrentan los países en desarrollo y determinar los ámbitos en que podría centrarse la estrategia de desarrollo del mercado. Respondieron a la encuesta las autoridades encargadas de la gestión de la deuda (o las autoridades monetarias en relación con ciertos aspectos del mercado monetario) de 32 países: 10 de Europa y Asia Central, 10 de América Latina, 7 de África subsahariana y 5 de otras regiones. En este apéndice se presentan los resultados de la encuesta, organizados alrededor de los componentes básicos correspondientes<sup>1</sup>.

En términos generales, la encuesta reveló la existencia de muchos problemas estructurales, lo cual refleja el carácter de largo plazo del proceso de creación de mercados de bonos en moneda local. Entre las dificultades detectadas destacan la falta de una base de inversionistas diversificada, la concentración del sector bancario y un exceso de liquidez estructural en el sistema bancario, percibidos en muchos países como problemas importantes. Asimismo, los tres principales interrogantes en torno al mercado secundario guardan relación con la base de inversionistas (véase el mapa térmico en el gráfico del apéndice 2.1). Resolver los problemas estructurales es importante, pero requiere tiempo y esfuerzos concertados y coordinados por parte de varias entidades gubernamentales.

Entretanto, las autoridades podrían adoptar varias políticas para ayudar. Por ejemplo, a corto plazo podrían aplicarse políticas relacionadas con el perfil de vencimientos o los tipos de instrumentos. Por otro lado, es posible que las medidas para mitigar los riesgos operativos y de liquidación sean más fáciles de implementar que las estructurales.

---

<sup>1</sup>La encuesta refleja opiniones de las autoridades de los países y podría no captar los puntos de vista del sector privado. También es posible que no presente con precisión el panorama mundial, dada la baja tasa de respuesta de algunas regiones (Asia y Oriente Medio y el Norte de África). Al tratarse de la primera encuesta realizada sobre este tema, no hay referencias implícitas al análisis del progreso con respecto a años anteriores.

**Gráfico del apéndice 2.1. Mapa térmico: Retos para los países al desarrollar mercados de bonos públicos en moneda local**

Generales				
Mercado monetario	Mercado primario	Base de inversionistas	Mercado secundario	Infraestructura de mercado y jurídicos
Exceso de liquidez estructural en el sistema bancario	Suavización del perfil de amortizaciones	Fondos comunes de inversión	Número limitado de inversionistas institucionales internos	Riesgos operativos
Concentración de bancos	Creación de nuevos tipos de instrumentos	Inversionistas externos	Predominio de estrategias de inversión a largo plazo	Riesgos de liquidación
Falta de instrumentos	Emisión de valores de referencia	Inversionistas minoristas	Participación limitada de inversionistas institucionales internacionales	Ninguno
Infraestructura de mercado	Aumento de plazos	Empresas de seguros	Falta de bonos de referencia	Falta de ECP
Preocupaciones de riesgo de contraparte	Mejora de la composición por tasas de interés	Fondos de pensiones	Falta de servicios de préstamo de valores	Ciclos de liquidación neta de valores
Falta de datos de mercado	Mejora de la composición por monedas	Bancos	Mecanismos de negociación incipientes	Carácter definitivo de la liquidación no definido en la ley
Número reducido de bancos	Aumento del uso de la deuda negociable		Infraestructura de mercado poco desarrollada	Falta de LBTR
Transferencia completa de garantía	Aumento del número de instrumentos		Cantidad insuficiente de intermediarios mercado	Costos elevados de custodia y liquidación
Marcos tributarios y/o contables	Titulización de atrasos del gobierno		Reglamentación y supervisión insuficientes de las actividades de mercado	Acceso inadecuado a datos/información electrónicos
Falta de una cuenta única de tesorería	Reducción del número de instrumentos		Exceso de liquidez en el sistema bancario	Otros
Otros	Reducción de los tipos de instrumentos		Restricciones de las ventas cortas	

Fuentes: FMI; y personal técnico del Banco Mundial.

Nota: ECP = entrega contra pago; LBTR = liquidación bruta en tiempo real.

Una manera útil de analizar las respuestas de la encuesta es fijarse en los desgloses regionales y por niveles de ingreso. La mayoría de los países, aunque no pertenezcan al mismo nivel de ingreso, consideran que el desarrollo de la base de inversionistas y el mercado secundario son los aspectos que plantean más dificultades. No obstante, si se observa el desglose regional, se nota que a las autoridades de América Latina y África subsahariana los retos relacionados con la infraestructura del mercado y el marco jurídico y reglamentario les parecieron tan importantes como los relativos a la base de inversionistas y el mercado secundario, algo que no ocurre en otras regiones (gráfico del apéndice 2.2).

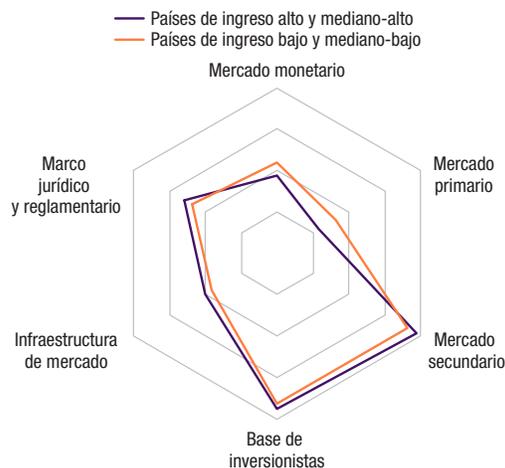
La encuesta permite también identificar los retos que se plantean en cada uno de los componentes básicos.

## Mercado monetario

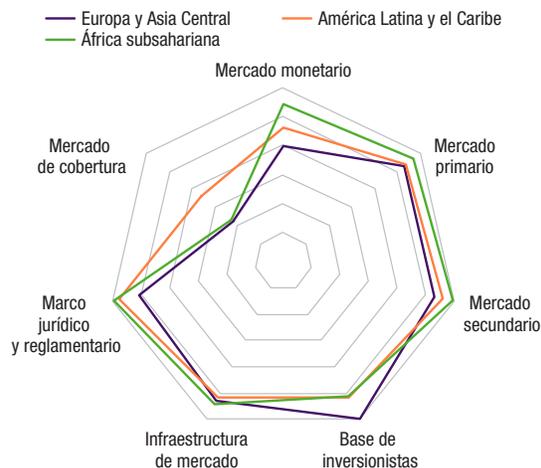
En varias economías de mercados emergentes y en desarrollo, el exceso de liquidez estructural en el sistema bancario repercute negativamente en el funcionamiento del mercado monetario. Países de distintas regiones se refieren al problema que representa el exceso de liquidez estructural en el sistema bancario, aunque es en África subsahariana donde parece ser más frecuente. En la mayoría

**Gráfico del apéndice 2.2. Retos en cuanto al desarrollo de un mercado de deuda en moneda local**

**1. Por nivel de ingreso del país**



**2. Por región**



Fuentes: FMI; y personal técnico del Banco Mundial.

Nota: Una mayor proximidad al borde significa que un mayor número de encuestados consideraron que ese factor es un reto más importante.

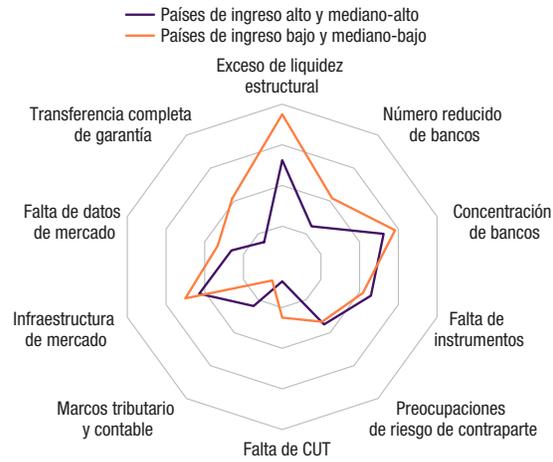
de los casos, el exceso de liquidez estructural se debe a las entradas de capital (incluidas las intervenciones cambiarias), los déficits fiscales o una combinación de estos (gráfico del apéndice 2.3).

Otra de las dificultades importantes que enfrenta el desarrollo del mercado monetario es la elevada concentración en el sector bancario, que impide reforzar la actividad en el mercado monetario, un problema que parece ser particularmente agudo en Europa y Asia Central, y en África subsahariana. En esta última región, otra cuestión conexas es la preocupación por los riesgos de contraparte en las transacciones interbancarias, que segmenta el mercado y obstaculiza las negociaciones. En los países de más bajo ingreso, y en los de Europa y Asia Central en particular, se considera que las deficiencias de la infraestructura del mercado están afectando el funcionamiento de los mercados monetarios.

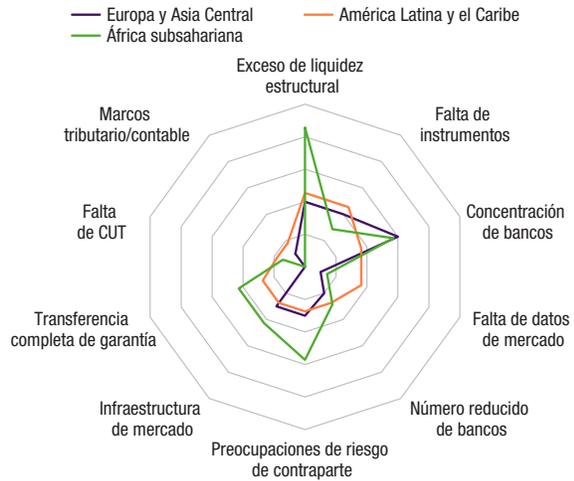
Los funcionarios de los bancos centrales consideran necesario mejorar el intercambio de información con el gobierno sobre los flujos de fondos y la gestión de la liquidez, opinión compartida por países con distintos niveles de ingreso. También se considera que mejorar la gestión de caja y los pronósticos de flujos de fondos del gobierno es un factor importante para respaldar la gestión de la liquidez en el sector bancario. En el plano regional, este componente reviste particular importancia en los países de África subsahariana, y Europa y Asia Central (gráfico del apéndice 2.4).

**Gráfico del apéndice 2.3. Retos en cuanto al mercado monetario**

**1. Por nivel de ingreso del país**



**2. Por región**

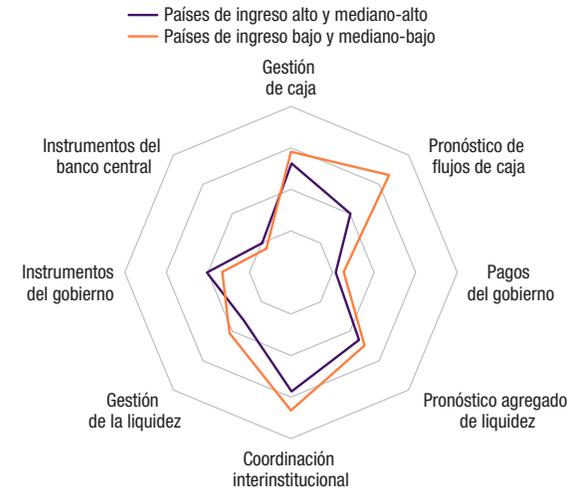


Fuentes: FMI; y personal técnico del Banco Mundial.

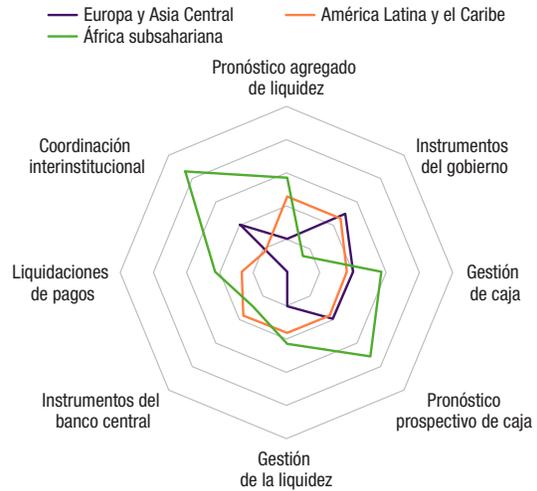
Nota: Una mayor proximidad al borde significa que un mayor número de encuestados consideraron que ese factor es un reto más importante. CUT = cuenta única de tesorería.

**Gráfico del apéndice 2.4. Gestión de la liquidez: Aspectos que se deben mejorar**

**1. Por nivel de ingreso del país**



**2. Por región**

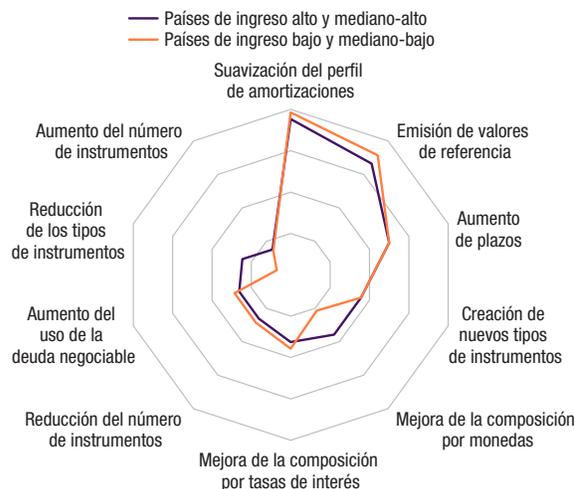


Fuentes: FMI; y personal técnico del Banco Mundial.

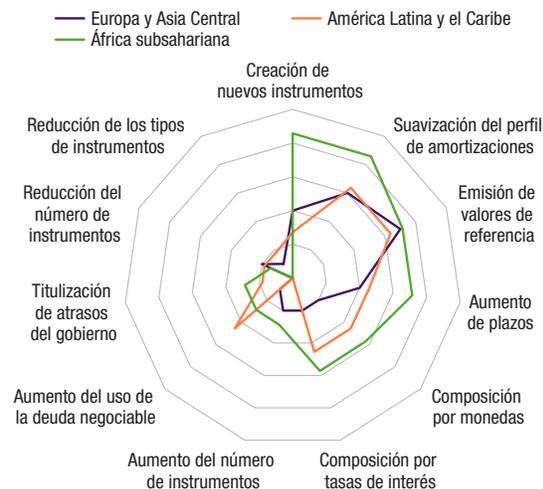
Nota: Una mayor proximidad al borde significa que un mayor número de encuestados consideraron que ese factor es un reto más importante. BC = banco central; OGD = oficina de gestión de la deuda.

**Gráfico del apéndice 2.5. Mercado primario: Aspectos que se deben mejorar**

**1. Por nivel de ingreso del país**



**2. Por región**



Fuentes: FMI; y personal técnico del Banco Mundial.

Nota: Una mayor proximidad al borde significa que un mayor número de encuestados consideraron que ese factor es un reto más importante.

**Mercado primario**

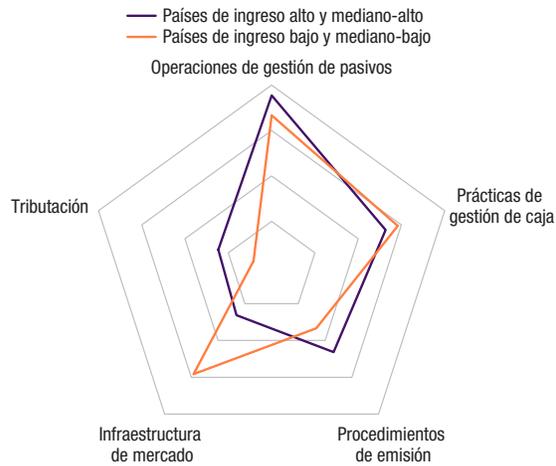
Las dificultades que enfrenta el mercado primario varían según la región. Suavizar el perfil de vencimientos es especialmente importante para muchos países de África subsahariana, pero no tanto para otros. Además, crear nuevas clases de instrumentos sería en general importante para los países de África subsahariana y Europa y Asia Central, pero no tanto para las demás regiones. Sin embargo, la emisión de valores de referencia se entiende como un factor importante en todas las regiones (gráfico del apéndice 2.5).

Se considera que los pronósticos deficientes de gestión de caja impiden mejorar la eficiencia en los mercados primarios. Este problema, sumado a la incertidumbre en torno a las necesidades futuras, impide a los gestores de deuda seguir prácticas de emisión previsible y periódicas, así como ejecutar adecuadamente la estrategia de gestión de la deuda. La coordinación de las emisiones del banco central y el gobierno también plantea dificultades.

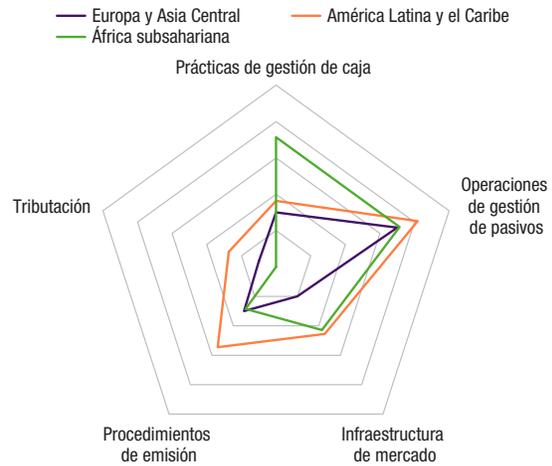
Aunque, en los últimos años, muchos países han creado valores de referencia, otros siguen teniendo problemas para aplicar esta política. Parece que existe un amplio consenso acerca de que los valores de referencia ayudan a incrementar la liquidez en el mercado, a la vez que reducen los costos de financiamiento. De todos modos, la implementación de esta política se ve obstaculizada a veces por la gestión de caja deficiente o la imposibilidad de llevar a cabo operaciones de gestión de pasivos para abordar los riesgos de refinanciamiento que emanan de los instrumentos de referencia (gráfico del apéndice 2.6). Esta última cuestión parece ser especialmente

Gráfico del apéndice 2.6. Emisión de valores de referencia: Aspectos que se deben mejorar

1. Por nivel de ingreso del país



2. Por región



Fuentes: FMI; y personal técnico del Banco Mundial.

Nota: Una mayor proximidad al borde significa que un mayor número de encuestados consideraron que ese factor es un reto más importante.

pertinente para los países de Europa y Asia Central, así como para América Latina. En esta última región, cuestiones como la infraestructura del mercado obstaculizan considerablemente las prácticas sólidas en el mercado primario.

## Mercado secundario

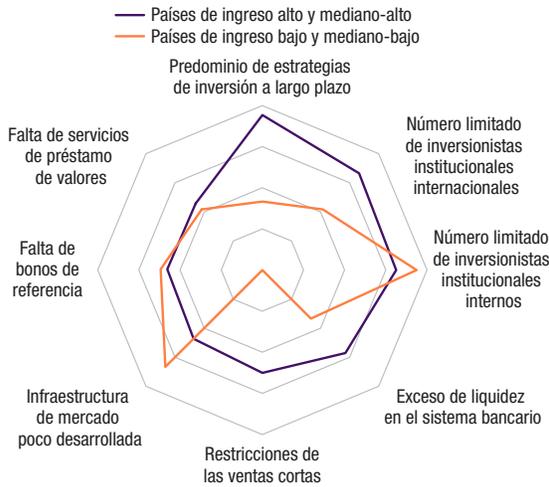
Las deficiencias en la estructura de la base de inversionistas impiden la profundización del mercado secundario. Al no existir una base de inversionistas diversificada, no es posible la negociación entre tipos de distintos tipos de inversionistas (que podrían querer comprar y vender en momentos distintos). Además, en las regiones con excesos de liquidez, es posible que el sector bancario actúe como inversionista a largo plazo, trabando aún más la actividad en el mercado secundario (gráfico del apéndice 2.7).

El desarrollo del mercado secundario también se ha visto trabado por las condiciones en los mercados monetario y primario, así como por una deficiente infraestructura del mercado. En muchos casos, la liquidez estructural reduce los incentivos a la negociación. En otros, no disponer de bonos de referencia en algunos países también dificulta la negociación. Otras cuestiones, como la inexistencia de un servicio de préstamo de valores y el escaso desarrollo de la infraestructura del mercado, parece que también impiden la negociación. Aunque sea más bien la norma que la excepción, algunos países no permiten las operaciones extrabursátiles, en aras de la transparencia, pero esta prohibición limita las posibilidades de negociación.

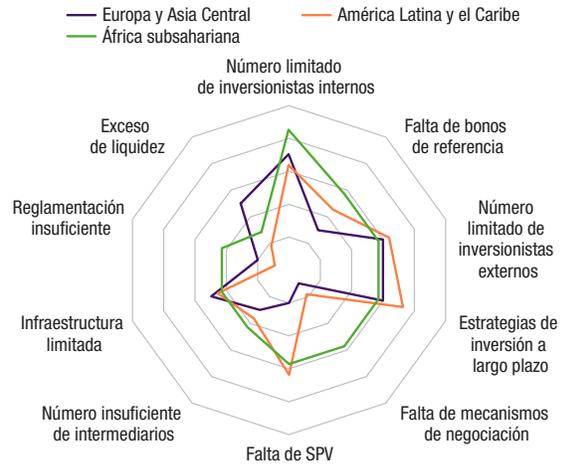
Los elevados diferenciales entre la oferta y la demanda, y las comisiones a intermediarios, son los factores clave que contribuyen a aumentar los costos de transacción.

**Gráfico del apéndice 2.7. Retos en cuanto al mercado secundario**

**1. Por nivel de ingreso del país**



**2. Por región**



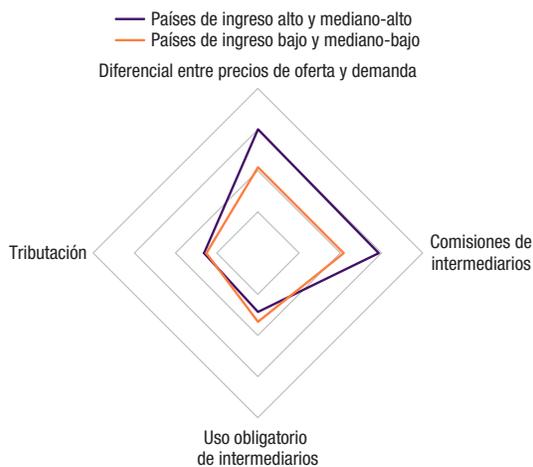
Fuentes: FMI; y personal técnico del Banco Mundial.

Nota: Una mayor proximidad al borde significa que un mayor número de encuestados consideraron que ese factor es un reto más importante. SPV = servicios de préstamo de valores.

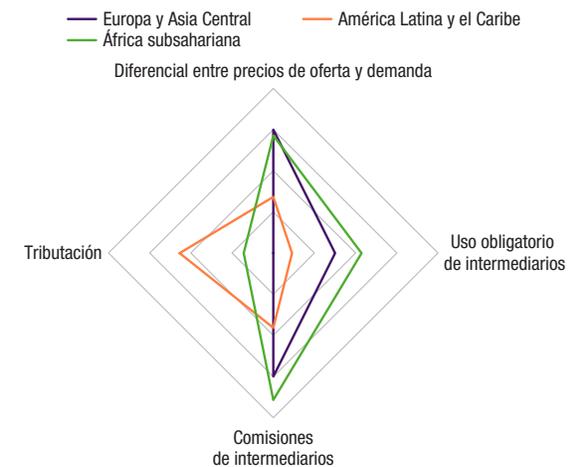
Cabe examinar cuidadosamente si los costos elevados son sobre todo un producto de la reducida liquidez en el mercado, o si las limitaciones reglamentarias han hecho subir los costos de negociación. Parece que la obligación de utilizar intermediarios plantea una serie de dificultades en África subsahariana; por otra parte, la tributación de las operaciones en el mercado secundario reviste especial pertinencia en América Latina (gráfico del apéndice 2.8).

**Gráfico del apéndice 2.8. Mercado secundario: Causas de los altos costos de transacción**

**1. Por nivel de ingreso del país**



**2. Por región**



Fuentes: FMI; y personal técnico del Banco Mundial.

Nota: Una mayor proximidad al borde significa que un mayor número de encuestados consideraron que ese factor es un reto más importante.

## Base de inversionistas

La falta de una base de inversionistas más amplia supone un problema estructural que impide que los países sigan avanzando en el desarrollo del mercado. Según la opinión generalizada, es necesario profundizar aún más algunos segmentos, como las pensiones o los fondos comunes de inversión, y el sector de seguros, así como el de inversionistas externos y minoristas. Esta idea se debe al papel dominante que los bancos desempeñan en muchos países, y dificulta la prolongación del vencimiento de las carteras de deuda pública (gráfico del apéndice 2.9). En varios casos, el estado de este componente básico entorpece el buen funcionamiento de los mercados monetario, primario y secundario, como se describe en las subsecciones correspondientes.

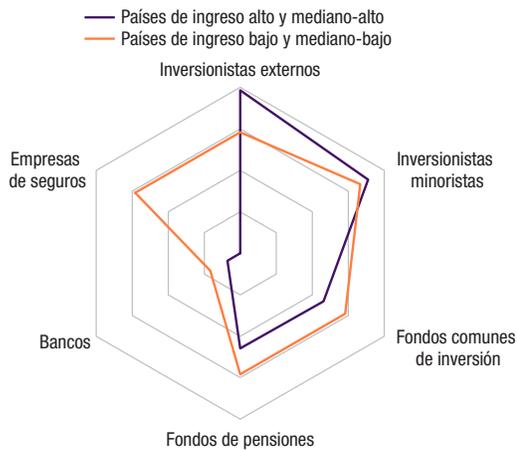
## Infraestructura del mercado

La infraestructura del mercado es esencial para los países de ingreso bajo y mediano-bajo. Aunque la infraestructura no impide el funcionamiento del mercado en muchos países de ingreso alto y mediano-alto, sí es cierto que en numerosos países de más bajo ingreso todavía no se dan las condiciones idóneas para la negociación (gráfico del apéndice 2.10). En particular, la existencia de varias centrales depositarias de valores es motivo de preocupación en la mayoría de estos países. Otro problema en todos los grupos de ingreso es la capacidad del personal (gráfico del apéndice 2.11).

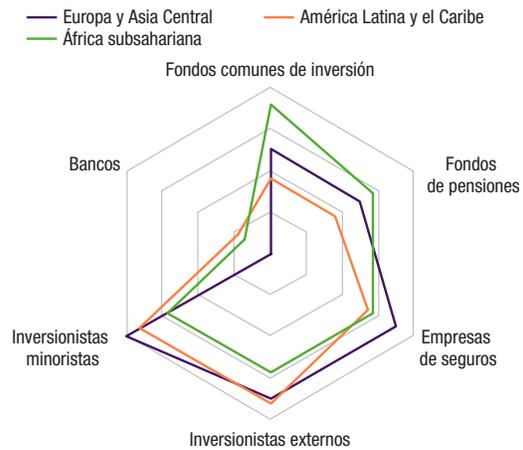
En general, las respuestas de la encuesta ponen de manifiesto que todavía hay margen de mejora en todos los componentes básicos. Las autoridades podrían

Gráfico del apéndice 2.9. Retos en cuanto a la base de inversionistas

### 1. Por nivel de ingreso del país



### 2. Por región

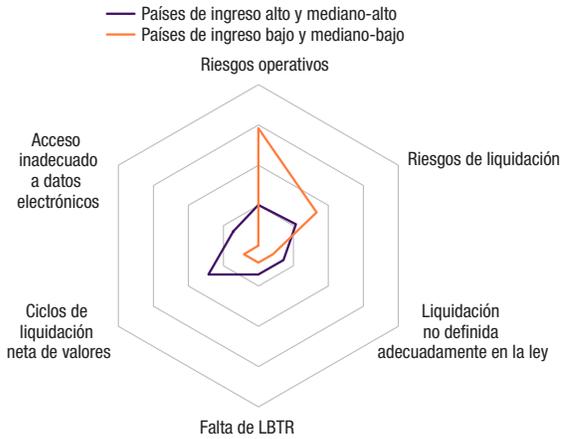


Fuentes: FMI; y personal técnico del Banco Mundial.

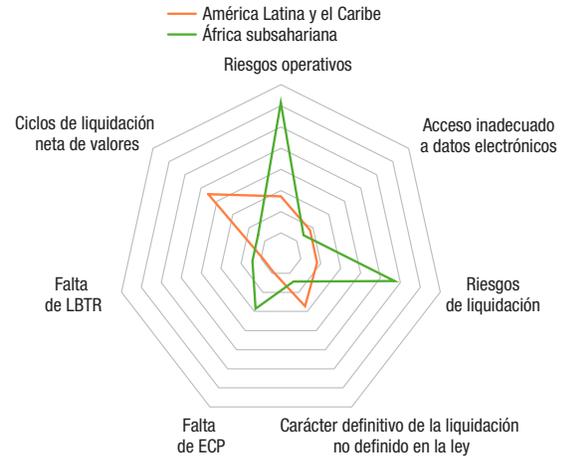
Nota: Una mayor proximidad al borde significa que un mayor número de encuestados consideraron que ese factor es un reto más importante.

**Gráfico del apéndice 2.10. Retos en cuanto a la infraestructura de mercado**

**1. Por nivel de ingreso del país**



**2. Por región**



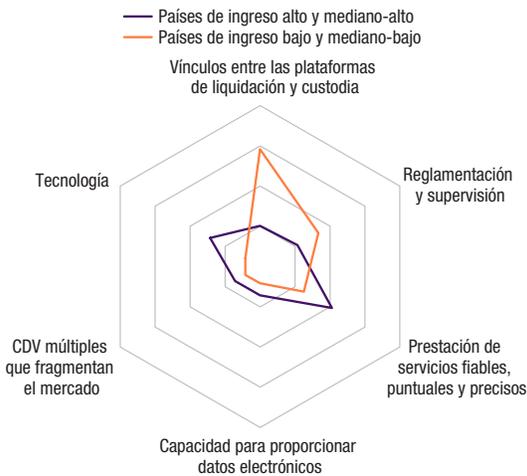
Fuentes: Personal técnico del FMI y el Banco Mundial.

Nota: Una mayor proximidad al borde significa que un mayor número de encuestados consideraron que ese factor es un reto más importante. ECP = entrega contra pago; LBTR = liquidación bruta en tiempo real.

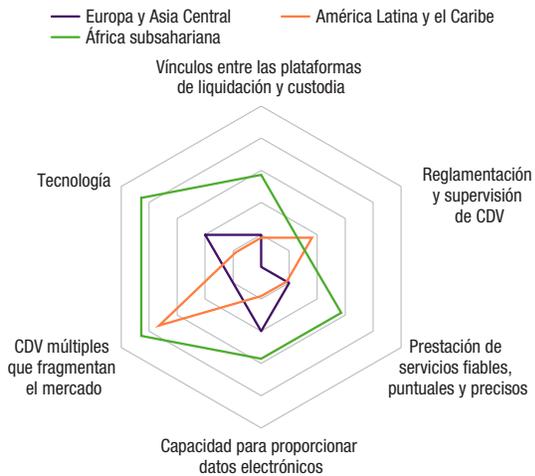
reforzar las iniciativas encaminadas a mejorar los aspectos fundamentales de la infraestructura del mercado, haciendo hincapié en la reducción de los riesgos operativo y de liquidación. Asimismo, podrían abordar las limitaciones estructurales, que suelen verse reflejadas en una base de inversionistas no diversificada. También pueden mejorarse sustancialmente las políticas relativas a los tres mercados (monetario, primario y secundario).

**Gráfico del apéndice 2.11. Centrales de depositarias de valores: Aspectos que se deben mejorar**

**1. Por nivel de ingreso del país**



**2. Por región**



Fuentes: FMI; y personal técnico del Banco Mundial.

Nota: Una mayor proximidad al borde significa que un mayor número de encuestados consideraron que ese factor es un reto más importante. CDV = central depositaria de valores.



## Apéndice 3. Casos estilizados

### Secuenciación de reformas de política

La evaluación diagnóstica permite determinar la etapa de desarrollo del mercado en que se encuentra un país y sirve de referencia para diseñar su secuenciación, aunque el plan debe tener en cuenta los objetivos de política y las dificultades corrientes. Un plan de reforma con la adecuada secuenciación de políticas debe especificar las medidas necesarias para que un país pase de una etapa de desarrollo del mercado a la siguiente. En términos generales, existe una correlación directa entre el nivel de desarrollo del mercado de valores públicos de un país, el desarrollo general del mercado financiero, y el nivel de ingreso.

En este apéndice se describen tres casos estilizados de secuenciación de planes de reforma supeditados a distintas etapas de desarrollo del mercado. Lo que se pretende es ilustrar posibles sendas para avanzar de una etapa de desarrollo a la siguiente. Los planes de reforma se dividen en fases: la fase 1 corresponde a un país que está pasando de la etapa incipiente a la etapa de desarrollo; la fase 2 es el paso de la etapa de desarrollo a la emergente, y la fase 3 es la transición de la etapa emergente a la etapa de madurez del desarrollo. Estas fases estilizadas presuponen la existencia de brechas y dificultades que los países suelen enfrentar en lo que respecta a varios de los principales indicadores de los distintos componentes básicos.

En el cuadro del apéndice 3.1 se describe la secuenciación estilizada de las medidas que deben introducirse en todos los indicadores clave de los seis componentes básicos del marco para los mercados de bonos en moneda local (MBML). El nivel de esfuerzo requerido en cada indicador se denota mediante el sombreado: cuanto más claro sea, relativamente menor deberá ser el esfuerzo de política; cuanto más oscuro sea, mayor deberá ser el esfuerzo. El esfuerzo puede aumentar o disminuir progresivamente en varios indicadores, según la etapa en la que se encuentre el mercado de un país. En relación con un indicador específico, es posible que el esfuerzo de política se torne más pertinente conforme se desarrolle el mercado.

Como la frontera entre las distintas etapas de desarrollo del mercado es difusa, es posible que se produzca un breve solapamiento de dos fases en cuanto a nivel de esfuerzo de política requerido<sup>1</sup>. En este sentido, habrá que sopesar en cada caso la viabilidad de las medidas de política y las ventajas y desventajas de las reformas.

## **Fase 1**

La fase 1 (paso de la fase incipiente a la fase de desarrollo del mercado) consiste en establecer los fundamentos de mercado para el mercado primario, conforme se vayan alcanzado las condiciones macroeconómicas propicias. Los esfuerzos de reforma suelen iniciarse en el mercado primario y se centran en la emisión de valores con arreglo a un marco basado en el mercado. Al mismo tiempo, los países deben concentrarse en mejorar las condiciones macroeconómicas propicias para el desarrollo de los MBML. En las economías de mercados emergentes y en desarrollo, esto por lo general consiste en abordar el predominio fiscal, la presión financiera y los niveles elevados de inflación.

A medida que se resuelven los problemas en el entorno macroeconómico, los países deben ir adoptando gradualmente mecanismos de colocación y fijación de precios basados en el mercado para la emisión de valores. La adopción de un mecanismo de colocación basado en el mercado comportaría el establecimiento de mecanismos de subasta basados en normas que fomentan la competencia. En esta etapa, la mayoría de las emisiones suelen centrarse en vencimientos de corto plazo, con el objetivo de crear una sólida curva de rendimientos a corto plazo. La adopción de mecanismos de fijación de precios de mercado busca generar gradualmente tasas de rentabilidad real positivas, a medida que el gobierno logre crear espacio fiscal suficiente, y garantizar que las consideraciones de costos no pongan en peligro la sostenibilidad de la deuda. Es posible que en muchos países estos objetivos tarden en alcanzarse, sobre todo si no existen condiciones propicias. Simultáneamente, si el banco central no adopta un marco operativo que facilite una política monetaria basada en el mercado, debería procederse al uso de tasas de interés como meta operativa, y de repos como parte del marco de gestión de la liquidez. En esta etapa también puede ponerse en marcha el mercado de repos interbancario, aunque se sustente únicamente en valores dados en prenda.

Las reformas relativas al marco jurídico y la infraestructura del mercado deben centrarse en respaldar las emisiones basadas en el mercado. El marco jurídico debe garantizar que la facultad de endeudamiento y de emitir valores públicos resida en el ministerio de Hacienda, para evitar una fragmentación de la deuda. Las autoridades deben facilitar el desarrollo de infraestructura del mercado que, en el nivel más elemental, permita garantizar la liquidación eficiente y segura de transacciones en el mercado primario. Esto podría implicar desarrollar un

---

<sup>1</sup>En los casos de países que se encuentran cerca de la frontera entre dos etapas, es probable que el esfuerzo de política deba realizarse en más de una de las etapas de un componente básico, o entre componentes básicos.

sistema de subastas electrónicas, así como una central depositaria de valores. Durante esta fase, debe promoverse la emisión a través de valores desmaterializados. Asimismo, las autoridades podrían empezar a plantearse la creación de mecanismos básicos de negociación.

## Fase 2

Durante la fase 2 del plan de reformas (entre la fase de mercado en desarrollo y la de mercado emergente), como ya se ha creado el mercado primario para valores a corto plazo, el objetivo de la reforma se amplía a la mayoría de los componentes básicos. Como también es de prever que las condiciones macroeconómicas hayan mejorado en comparación con las de la fase 1, en esta fase pueden abordarse diversos aspectos. En este sentido, será fundamental reforzar la capacidad de gestión de la deuda soberana y de caja, desarrollando para ello un marco operativo adecuado de gestión de la deuda, reforzando el marco de gestión de la liquidez del banco central y creando intermediarios de mercado.

El mercado primario debe centrarse en aumentar gradualmente el vencimiento de los valores, así como en perfeccionar los procedimientos de subasta, para permitir procesos más competitivos de licitación y de descubrimiento de precios. El marco operativo de gestión de la deuda debe afianzarse de forma simultánea para que las emisiones de valores sean transparentes y previsibles. Para ello se debe contar con un marco jurídico favorable para la gestión de la deuda. En esta fase debe establecerse plenamente el mecanismo de fijación de precios de mercado, con las subastas por lo general ejecutadas con tasas de mercado, y sus resultados declarados de forma transparente. Al mismo tiempo, los valores deben emitirse a través de mecanismos basados en el mercado, recurriendo solo excepcionalmente a los bonos no negociables y las colocaciones privadas. Dependiendo del ritmo al que mejore el entorno inflacionario, la dolarización de la economía, o ambos, será necesario calibrar el ritmo de ampliación de vencimientos, para evitar presiones fiscales repentinas debidas a los mayores pagos de intereses. Uno de los principales cambios en la estrategia de emisión será el uso de letras del tesoro a más corto plazo, principalmente para fines de gestión de caja, mientras que la emisión de bonos se utilizará para fines de financiamiento. En una etapa posterior, y una vez se cuente con estructuras de gestión de caja adecuadas, se requerirán iniciativas encaminadas a consolidar los valores y establecer bonos de referencia en los plazos principales, inclusive mediante la reapertura de valores.

Las negociaciones en el mercado secundario deben estar respaldadas por el desarrollo de un mercado interbancario activo, sobre todo en repos<sup>2</sup>. Para esto será necesario reforzar tanto la gestión de caja del gobierno como la gestión de la liquidez del banco central. Durante esta fase, el marco operativo de la política

---

<sup>2</sup>El mercado interbancario de repos debe estar respaldado por una estructura jurídica adecuada, semejante a la de los repos clásicos, y que proteja los derechos del prestamista sobre las garantías en caso de incumplimiento de pagos.

monetaria debe ayudar a que los bancos vayan dependiendo cada vez menos de la liquidez del banco central, y promover la participación en operaciones de liquidez interbancarias. En tal sentido, deberá aumentarse la transparencia de las transacciones en el mercado monetario. A medida que el banco central realice operaciones de política monetaria de forma más independiente, las autoridades deberán tomar decisiones sobre el uso de valores públicos o del banco central para la ejecución de la política monetaria, y garantizar a la vez que no se fragmente el mercado.

La función de los intermediarios en los mercados primarios y secundarios debe definirse en los reglamentos correspondientes, que deberían estar respaldados por una mejora del marco de supervisión y gestión de riesgos que incumbe a los participantes en el mercado. La puesta en marcha, en la medida de lo posible, de un sistema de operadores primarios (OP) puede ser una opción para consolidar más la distribución de valores a inversionistas finales, así como para estimular el mercado secundario. La introducción de un sistema de OP debe estudiarse detenidamente, ya que su buen funcionamiento está supeditado a la existencia de una serie de condiciones previas<sup>3</sup>, incluida la posibilidad de atraer a suficientes OP al sistema, y de lograr un equilibrio eficaz entre privilegios y obligaciones para estimular un nivel adecuado de competencia. Si no se dan estas condiciones, los OP no agregarán valor y el riesgo de colusión aumentará de forma significativa.

De entrada, la regulación de la negociación en el mercado secundario debe centrarse en el mercado extrabursátil, que seguirá siendo el segmento dominante en la actividad en el mercado secundario. Entre las iniciativas que deben aplicarse destacan centralizar la declaración de negociaciones a un organismo único para mejorar la transparencia posterior a la negociación, lo cual facilitaría el descubrimiento de precios. La implementación de un sistema de liquidación de entrega contra pago durante esta fase es esencial para respaldar el desarrollo de las actividades de repos en los mercados secundario y monetario. La publicación periódica de tasas de interés de referencia y normas de valoración, incluida la contabilidad a precios de mercado para distintos tipos de instituciones financieras, fomentará la negociación de todas las clases de inversionistas. El objetivo de la fijación de precios de valores en el mercado primario debería cerrar progresivamente la brecha con respecto a los precios en el mercado secundario, para establecer una relación simbiótica entre los dos mercados, respaldada por el desarrollo de la correspondiente curva de rendimientos. Durante esta fase será importante estandarizar los valores y reducir la frecuencia de las subastas primarias, para promover una mayor negociación de diversas clases de valores.

---

<sup>3</sup>Para que un sistema de OP funcione correctamente, deben cumplirse una serie de requisitos, a saber: 1) condiciones macroeconómicas estables; 2) sistemas jurídicos y de supervisión adecuados; 3) un sistema de pagos adecuado; 4) tasas de interés liberalizadas (el gobierno debe haberse comprometido a utilizar un mecanismo basado en el mercado); 5) una política de emisiones estable, previsible y transparente (el gobierno debe haberse comprometido a utilizar prácticas de gestión de deuda transparentes); 6) una base de inversionistas amplia y diversificada; 7) un mercado lo bastante grande para dar cabida a un número suficiente de OP, para garantizar la competencia; 8) un volumen de deuda pendiente de reembolso suficientemente grande para dar lugar a emisiones líquidas, y 9) el compromiso de la oficina de gestión de la deuda con el desarrollo del mercado (Silva y Baudouin, 2010).

Con el establecimiento de la transparencia posterior a la negociación, la reforma de los reglamentos debe tener por objeto establecer la transparencia previa a la negociación. Esto podría lograrse a través de una pantalla o plataforma electrónica de negociación, que podría estimular la creación de mercado por parte de intermediarios, incluidos los OP. En una etapa posterior, las iniciativas para establecer negociaciones en bolsa podrían consolidar los avances registrados en el mercado secundario.

Dentro de lo posible, la diversificación de inversionistas para el mercado de deuda debe estar estrechamente vinculada a la estrategia general de desarrollo del sector financiero, y en especial a la liberalización del sector bancario y las reformas del sector de ahorro contractual. Conforme se amplíe la base de inversionistas, se debería ir moderando gradualmente la dependencia de inversionistas a largo plazo, en especial bancos y organismos del sector público. Las políticas tributarias aplicables a los valores públicos deben crear igualdad de oportunidades para todas las clases de inversionistas. Las instituciones no bancarias deben tener acceso igualitario a la inversión en valores públicos. Para canalizar un mayor financiamiento, la emisión de valores debe compaginarse con el perfil diverso de los inversionistas, y deben establecerse normas prudentiales para la gestión de activos del sector de ahorro contractual. En las etapas iniciales se debe procurar desarrollar empresas de gestión de activos, como por ejemplo mecanismos de inversión colectiva. Estos mecanismos, a los que pertenecen los fondos comunes de inversión, pueden ser importantes en la fase inicial de desarrollo de la base de inversionistas, ya que atraen los ahorros de particulares al mercado de valores públicos. La creación de un mercado sencillo de swaps de tasas de interés también dotaría de mayor flexibilidad a inversionistas e intermediarios. De ser conveniente, y dependiendo de la estabilidad de la cuenta de capital, podría permitirse gradualmente la inversión del exterior, sobre todo en el segmento a más largo plazo.

### Fase 3

Durante la fase 3 (el paso de un mercado emergente a un mercado maduro), las reformas se centrarían principalmente en fomentar la negociación y en seguir diversificando la base de inversionistas. En esta fase, la mayoría de los países ya habrán adoptado buenas prácticas en el mercado primario, pero que quizá requieran ajustes, sobre todo en los marcos reglamentarios para intermediarios del mercado.

La distinción entre los objetivos de gestión de la deuda y los de política monetaria debe respaldarse con un mecanismo institucional claro y transparente. Para garantizar esta separación, la expectativa es que el ministerio de Hacienda tome la iniciativa en cuanto a todas las decisiones operativas de gestión de la deuda relacionadas con el marco operativo de gestión de la deuda. La estrategia de emisiones debería estar firmemente anclada en la estrategia de gestión de la deuda, para que las emisiones sean más previsibles. Asimismo, los aspectos

relativos a la relación con los inversionistas en el marco de la gestión de la deuda también deben ser plenamente funcionales durante esta fase. Una vez establecida la curva de rendimientos para los vencimientos más largos, gran parte de esta fase ha de consistir en consolidar la curva mediante una política activa de emisiones de bonos de referencia y el fomento de la actividad en el mercado secundario. Estos esfuerzos deben estar respaldados por operaciones de gestión de pasivos, como recompras y sustituciones. En los países más grandes, la estrategia de emisiones podría tener como meta formar un stock considerable de bonos de referencia para su inclusión en índices internacionales. El marco jurídico para la gestión de la deuda debe ofrecer la flexibilidad necesaria para llevar a cabo tales operaciones.

La actividad en el mercado secundario podría reforzarse aún más incrementando la eficacia del sistema de OP, como por ejemplo exigiendo el cumplimiento de las obligaciones de creación de mercado. Para facilitar el cumplimiento de obligaciones como el suministro de cotizaciones de compra y venta se deberían conceder privilegios de forma clara y equilibrada (como acceso a suscripciones no competitivas y servicios de préstamo de valores). A estos efectos, la entidad de gestión de la deuda debería adoptar un sistema sólido de evaluación del desempeño de los OP, posiblemente también con una política de rotaciones para fomentar la competencia en la intermediación de mercado. Durante esta fase también podría plantearse la introducción de fondos cotizados en bolsa.

Para aprovechar más aún el funcionamiento eficiente del mercado monetario, los principales participantes en el MBML deberían tener acceso a ese mercado, para fines de liquidez. El régimen de quiebras debe permitir la liquidación de activos por impago (*close-out netting*) en las posiciones en repos entre los participantes en el mercado. Permitir las rehipotecas de repos debería facilitar la creación de mercado por parte de los operadores. Para mitigar los riesgos sistémicos de las rehipotecas, deben establecerse límites prudenciales sobre terceros autorizados o sobre las centrales depositarias de valores que prestan servicios de sustitución de valores repo.

Durante esta fase los países pueden además procurar incrementar la proporción de inversión externa, si se estima conveniente. Para hacerlo, pueden permitir la inversión externa en valores a corto plazo, mejorar el mercado de derivados en divisas, proporcionar acceso a recursos en moneda local y permitir a los inversionistas mantener bonos internos en centrales depositarias de valores internacionales.

**Cuadro del apéndice 3.1. Secuenciación de medidas de política para el desarrollo del mercado**

Medidas de reforma	Fase 1	Fase 2	Fase 3
<b>Mercado monetario</b>			
(1) Buen funcionamiento de los mercados de valores a corto plazo y de repos			
(2) Marco operativo de la política monetaria			
(3) Operaciones de política monetaria			
(4) Transparencia			
(5) Marco jurídico para transacciones de recompra			
<b>Mercado primario</b>			
(1) Deuda interna negociable en proporción de la deuda total del gobierno central			
(2) Estabilidad del financiamiento del mercado interno			
(3) Vencimiento de los valores públicos negociables en moneda local			
(4) Longitud de la curva de rendimientos			
(5) Fijación de precios de mercado			
(6) Mecanismos de colocación basados en el mercado			
(7) Previsibilidad y transparencia de las emisiones			
(8) Pronósticos de flujos de caja del gobierno			
(9) Transparencia de los resultados de las subastas			
(10) Transparencia de la comunicación entre las autoridades y los participantes en el mercado			
(11) Fragmentación del mercado			
(12) Bonos de referencia			
(13) Gestión de caja y de la deuda			
<b>Mercado secundario</b>			
(1) Liquidez y profundidad del mercado			
(2) Transparencia previa a la negociación			
(3) Transparencia posterior a la negociación			
(4) Obligaciones de creación de mercado			
(5) Privilegios de creación de mercado			
(6) Entorno de negociación			
<b>Base de inversionistas</b>			
(1) Participantes en el mercado			
(1.1) Profundidad y diversidad del sector bancario			
(1.2) Profundidad y diversidad del sector no bancario			
(2) Gestión de la relación con los inversionistas			
(3) Inversionistas institucionales internos			
(4) Financiamiento monetario del banco central			
(5) Inversionistas extranjeros			
(6) Inversionistas a largo plazo			
<b>Infraestructura del mercado financiero</b>			
(1) Plataformas de tecnología IMF (marco para sistemas IMF)			
(2) Registro de valores			
(3) Riesgo de compensación y liquidación (CDV y procesos IMF por manuales)			
(4) Riesgo de compensación y liquidación (cuando exista una CCC)			
(5) Políticas de gestión de gobierno y acceso de los sistemas de CDV o CCC, o ambos			
(6) Segmentación del mercado			
(7) Apoyo de liquidez IMF			
(8) Transparencia (datos e información)			
<b>Aspectos jurídicos y reglamentarios</b>			
(1) Facultad de endeudamiento			
(2) Regulación y cumplimiento del mercado			
(3) Protección de los inversionistas			
(4) Mecanismos de inversión colectiva			
(5) Estructura jurídica para la tributación			

Fuente: Ilustración del personal técnico

Nota: La secuenciación de cada componente básico puede representarse, de forma estilizada, mediante los colores empleados en el cuadro. Las celdas de color más oscuro indican que debe prestarse mayor atención a ese indicador en particular. A medida que los países van completando fases, el indicador puede tornarse más pertinente o convertirse en una práctica establecida cuya ejecución requiere un esfuerzo de política menor. CCC = cámara de compensación de contraparte central; MIC = mecanismo de inversión colectiva; CDV = central depositaria de valores; IMF = infraestructura del mercado financiero.



## Apéndice 4. Mercado de bonos en moneda local y estabilidad financiera

Un mercado de bonos públicos líquido y profundo puede mejorar la estabilidad financiera al absorber mejor las tensiones ocasionales del mercado, que provocan fluctuaciones de precios extremas, y al limitar las distorsiones financieras, que agudizan la vulnerabilidad sistémica (BPI, 2007). Un mercado ilíquido puede amplificar el efecto de los shocks al generar grandes variaciones de precios, expectativas de precios inestables y un mayor riesgo de efectos secundarios en otros segmentos del mercado. La iliquidez de los mercados durante períodos de incertidumbre elevada del mercado puede afectar de forma negativa a la estabilidad financiera, al reducir tanto la capacidad de los agentes para gestionar el riesgo como la capacidad de las autoridades para vigilarlo. Los mercados líquidos con una base diversificada de inversionistas son menormente propensos que los mercados relativamente ilíquidos a admitir apuestas de precios en un solo sentido. En general, la resiliencia de los mercados de bonos públicos afecta más a las economías de mercados emergentes y en desarrollo que a las economías avanzadas.

Algunas de las medidas para solucionar los problemas de liquidez del mercado durante condiciones de tensión del mercado incluirían la variación del volumen de valores disponibles mediante programas de préstamo de valores y la modificación de políticas colaterales que influyen en las primas de liquidez (King *et al.*, 2017). Cuando los mercados se han congelado, la intervención directa de los bancos centrales en los mercados, mediante compras y ventas directas de valores, puede eliminar algunos de los riesgos financieros subyacentes y contribuir a restaurar el proceso de descubrimiento de precios (FMI, 2017). De forma similar, las subastas simultáneas de emisiones de mercado primario y las operaciones de recompra o intercambio, que facilitan la entrada y salida libre de los mercados, también pueden contribuir a recuperar el proceso de descubrimiento de precios. Cuando los operadores de valores se enfrentan a restricciones de financiamiento, el suministro de liquidez por parte del banco central, mediante operaciones similares a las de prestamista de última instancia, también puede ser útil para reducir el impacto de la tensión del mercado.

En los países con una participación externa importante, los cambios en las condiciones financieras o monetarias internacionales pueden dar lugar, en algunos casos, a ventas repentinas de bonos en moneda local por parte de no residentes, lo que podría tener un efecto perturbador sobre el tipo de cambio. A la mayoría de las economías avanzadas y las economías de mercados emergentes les preocupa la volatilidad potencial derivada del aumento de las tenencias de valores públicos por parte de inversionistas externos (BPI, 2019). La estabilidad de los inversionistas externos en los mercados de bonos internos de las economías de mercados emergentes y en desarrollo depende significativamente del comportamiento de sus tipos de cambio (Chan, Miyajima y Mohanty, 2012). Las percepciones de desalineación del tipo de cambio implican que las monedas sean más volátiles en respuesta a un nuevo shock de lo que hubieran sido de otra forma, una condición que podría amplificar las ventas de bonos nacionales por parte de inversionistas no residentes. Por lo tanto, el aumento de la flexibilidad del tipo de cambio y la profundización de los mercados de derivados para cubrir el riesgo cambiario de los inversionistas extranjeros son esenciales para salvaguardar la estabilidad financiera relacionada con los mercados internos de bonos (Chan, Miyajima y Mohanty, 2012). Una base diversificada de inversionistas institucionales nacionales puede ser útil como factor estabilizador de contrapeso, que contrarresta el impacto que tendría una reversión de los flujos no residentes del mercado interno de bonos en los rendimientos de los bonos.

## Apéndice 5. Operadores primarios

### Introducción

Los operadores primarios (OP) pueden respaldar el funcionamiento y el desarrollo de los mercados de bonos en moneda local (MBML). Aunque las particularidades de la introducción de un sistema de operadores primarios variarán según el país, está generalmente aceptado que deben existir varias condiciones previas antes de considerar un sistema de OP. Los derechos y las obligaciones de los OP están diseñados para crear competencia y garantizar el funcionamiento adecuado de los mercados primario y secundario.

Un sistema de operadores primarios puede aportar servicios y funciones clave para respaldar el desarrollo y el funcionamiento del MBML. Un sistema de OP puede aportar mucho al desarrollo del MBML, siempre y cuando su implementación y diseño sean adecuados a la luz de las condiciones imperantes en el mercado y la etapa de desarrollo del mercado, y siempre que las ventajas superen las desventajas. No obstante, no se considera que un sistema de OP sea una condición previa para contar con un MBML en buen funcionamiento.

Las ventajas y desventajas de un sistema de OP deben analizarse caso por caso, y estos factores pueden variar con el tiempo. Los OP pueden mejorar el proceso de descubrimiento de precios y la liquidez del mercado secundario. Pero si no existen las condiciones previas necesarias, el sistema de OP puede limitar la competencia y ser propicio para la colusión.

## **Esquema de un sistema de operadores primarios**

A la hora de preparar un sistema de OP deben analizarse en detalle tres cuestiones principales:

- El diseño de un sistema de OP implica definir los criterios de habilitación, es decir, las condiciones mínimas que las instituciones financieras deben cumplir para poder ser designadas OP. Al seleccionar OP, las autoridades se fijan en requisitos típicos de habilitación que incluyen el acceso a la infraestructura del mercado financiero (IMF), la capacidad de gestión, los requisitos de capital, las calificaciones crediticias y la pertenencia a plataformas electrónicas de negociación o intercambio (PEN). Es poco probable que las instituciones financieras que no cumplen estos requisitos puedan desempeñar la función de OP de forma coherente y adecuada.
- Las obligaciones de los operadores primarios deben estar equilibradas con los derechos y privilegios.
  - Las obligaciones típicas de los OP incluyen 1) licitar en el mercado primario, 2) colocar valores públicos con inversionistas finales, 3) comprometerse a cotizar precios firmes y promover la liquidez en el mercado secundario, 4) facilitar ciertas operaciones de gestión de la deuda, 5) asesorar a la oficina encargada de la gestión de la deuda sobre su estrategia de gestión de la deuda, 6) informar de sus actividades en el mercado secundario y 7) desarrollar, mediante su estrategia de comercialización, nuevas inversiones de clientes en el correspondiente mercado de deuda.
  - Los derechos y privilegios de los OP varían según el país. En general, los derechos permiten a los OP desempeñar mejor su función, mientras que los privilegios les compensan por sus obligaciones. Entre los derechos habituales se encuentran 1) el acceso exclusivo al mercado primario, 2) el acceso exclusivo a los mecanismos de préstamo de valores ofrecidos por la oficina de gestión de la deuda o el banco central y 3) la oportunidad de actuar como contraparte en las operaciones del banco central. Los privilegios habituales incluyen 1) el derecho a ostentar el título de OP, 2) la inclusión en la clasificación de OP, 3) el derecho a participar en subastas de suscripción no competitivas y 4) el acceso preferencial a operaciones lucrativas de gestión de deuda. Algunos países también abonan comisiones a sus OP, según los niveles de actividad.
  - Los derechos y las obligaciones deben estar bien equilibradas y calibradas conforme a ciertas consideraciones generales. Las autoridades deben considerar lo siguiente: 1) los OP deben centrarse en analizar los componentes básicos del MBML, las deficiencias que se deben subsanar y el valor agregado que pueden aportar a la hora de subsanarlas; 2) los OP deben ser evaluados de forma dinámica, para reflejar las condiciones imperantes en el mercado; 3) la oficina de gestión de la deuda no debe sobrecargar a los operadores primarios con obligaciones excesivas; 4) los privilegios deben

calibrarse detenidamente, de modo que los privilegios concedidos sean proporcionales al costo de las obligaciones aceptadas; y 5) debe adoptarse una perspectiva amplia y a mediano plazo sobre los beneficios y los costos.

- Debe diseñarse un marco de evaluación regular del desempeño<sup>1</sup>.
  - Las evaluaciones del desempeño de los OP deben tener al menos tres objetivos: 1) indicar cuáles son los deberes y obligaciones más importantes en los que deben centrar la atención los OP, 2) servir de evaluación periódica de la eficacia con que los OP cumplen sus deberes, y 3) fomentar un desempeño adecuado. Para cumplir con estos objetivos es necesario diseñar un proceso sólido, en el que los resultados de la evaluación de desempeño se analicen de forma periódica con cada OP para acordar medidas correctivas y recompensar a quienes tengan el mejor desempeño. También, la evaluación debe garantizar el desarrollo y la adopción generalizada de plataformas electrónicas de negociación (PEN) y de infraestructuras del mercado financiero sólidas; y debe facilitar la ejecución de las obligaciones de los OP y la supervisión de su desempeño.

## Sistema de operadores primarios: Condiciones previas y modalidades de introducción

Son necesarias varias condiciones previas importantes para instaurar un sistema de OP. Estas condiciones previas se analizan en el contexto del marco MBML desarrollado en esta nota de orientación.

Para crear un sistema eficaz de OP, deben cumplirse ciertas condiciones que permitan el desarrollo de un MBML eficiente. Este sistema puede contribuir a estabilizar la demanda del mercado de valores públicos, mejorar la fiabilidad de esta demanda y disminuir los costos de endeudamiento. También, un sistema de OP puede ser un importante catalizador de los esfuerzos de desarrollo del MBML. Por ejemplo, no puede concebirse un sistema de OP si el gobierno 1) depende de préstamos concesionarios o semiconcesionarios para una proporción importante de sus necesidades de financiamiento o 2) es proclive a ejercer control sobre las tasas de interés (por ejemplo, mediante políticas de represión financiera, en caso de grandes déficits fiscales).

Además, los componentes básicos del MBML deben encontrarse al menos en la etapa 2, preferentemente en la etapa 3, para poner en marcha un sistema viable de OP. No obstante, no todos los componentes básicos deben estar en la misma etapa para introducir un sistema de OP. Concretamente:

- Mercado monetario. El mercado monetario facilita el financiamiento a corto plazo y la gestión de existencias, inclusive mediante la cobertura de las posiciones cortas en valores públicos de los creadores de mercado. Los mercados

<sup>1</sup>Silva y Baudouin (2010) y Jonasson y Papaioannou (2018) presentan más información sobre esta cuestión.

monetarios más eficientes y transparentes facilitan la eficacia del sistema de OP. Para que el sistema de OP sea eficaz, los mecanismos institucionales del mercado monetario relativos a la regulación, la transparencia y las operaciones y el marco de política monetaria deben estar en una etapa más avanzada de desarrollo. Asimismo, los operadores primarios pueden ayudar a profundizar el mercado monetario al reducir las primas de riesgo de liquidez y, así, determinar tasas eficaces a corto plazo.

- Mercado primario. Puede establecerse un sistema de OP si existe un compromiso a largo plazo del gobierno para endeudarse en el mercado interno, por montos relativamente estables y predecibles en el tiempo. Como condiciones previas adicionales para el funcionamiento eficiente de los OP, los siguientes indicadores de política del mercado primario deben estar en la etapa de desarrollo: 1) los mecanismos de fijación de precios y colocación de mercado deben estar bien anclados para que los valores sean atractivos; 2) las estrategias de emisión deben permitir que la liquidez se concentre en unos pocos valores de referencia a los que podrían aplicarse las obligaciones iniciales de creación de mercado de los OP; y 3) también debe haber transparencia en cuanto a la estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo para que la estrategia de inversión de los participantes en el mercado tenga un horizonte a mediano plazo. Además, la introducción de un sistema de OP puede actuar como catalizador para mejorar las prácticas de emisión, aumentar la transparencia y concentrar la liquidez, contribuyendo así al avance del mercado primario desde la etapa de gestación a la de desarrollo.
- Mercado secundario. Un requisito previo para la introducción y el funcionamiento eficiente de un sistema de OP es la existencia de un mercado secundario funcional, con una infraestructura de negociación adecuada y eficaz en función de los costos. Esto garantiza una plataforma eficiente y segura para que los participantes en el mercado negocien valores de forma justa y transparente. El sistema de OP también puede beneficiarse de la introducción de una plataforma electrónica de negociación que sirva de plataforma para la creación de mercado. Uno de los objetivos de la introducción del sistema de OP puede ser contribuir al desarrollo del mercado secundario desde una etapa de gestación y embrionaria hasta una etapa de desarrollo. También son importantes la capacidad y la experiencia del sistema bancario para facilitar la negociación en el mercado secundario.
- Base de inversionistas. La existencia de base creciente de inversionistas internos es una condición necesaria para poner en marcha un sistema de OP, junto con un número adecuado de bancos, de los cuales, al menos cinco o seis podrían actuar como OP. La base de inversionistas institucionales internos crecerá solo si se fomenta la liquidez del mercado, que depende del aumento del número de inversionistas. Además, como los OP funcionan como intermediarios entre el emisor y los inversionistas finales, la introducción de OP puede profundizar la base de inversionistas al aprovechar sus canales de distribución, conocimientos de comercialización, innovación de productos y servicios de asesoramiento, así como su papel de creación de mercado.

- Infraestructura del mercado financiero. Difícilmente puede considerarse un sistema de OP si la infraestructura del mercado financiero (IMF) está poco desarrollada o en una etapa temprana de gestación. Solo una IMF segura, sólida, rentable y conveniente facilita el flujo ordenado de transacciones en los mercados monetario, primario y secundario, fortaleciendo así la confianza de los inversionistas y el funcionamiento eficiente de los OP. El acceso a una central depositaria de valores (CDV), la existencia de un sistema de liquidación de valores de entrega contra pago (ECP) y la desmaterialización de valores públicos son indicadores adicionales de la evolución desde la etapa de gestación hacia el desarrollo. Además, la introducción de un sistema de OP puede justificar inversiones adicionales en la infraestructura del mercado financiero para subsanar las posibles deficiencias identificadas.
- Marco jurídico y reglamentario. El establecimiento de un sistema de OP requiere un marco jurídico, reglamentario y tributario que sea sólido para asegurar prácticas de mercado equitativas, definir normas y responsabilidades claras de los diferentes participantes, salvaguardar los intereses de los inversionistas internos y externos y disuadir prácticas desleales de negociación, tales como la manipulación de mercado, las inversiones ventajistas (*front-running*) y la colusión. Además, los OP pueden servir de catalizador para solventar deficiencias identificadas en el marco jurídico y reglamentario relativas a las prácticas de negociación y los derechos de los participantes.

### Modalidades de introducción de un sistema de operadores primarios

Las modalidades de introducción de un sistema de OP varían según el país. Distintos países tienen diferentes mecanismos institucionales, se encuentran en etapas diversas de desarrollo del MBML, tienen distintas condiciones propicias y persiguen objetivos diversos con la introducción de un sistema de OP. En muchos casos, ya existe un grupo de intermediarios financieros con conocimientos especializados en mercados de valores públicos y que, de hecho, operan como creadores de mercado. En estos casos, la introducción de un sistema de OP tiene por objeto formalizar, sistematizar y perfeccionar los mecanismos imperantes. En otros casos, la introducción de OP tiene como objetivo garantizar el desarrollo sistemático y coherente de ciertas funciones vitales para el desarrollo y el funcionamiento del MBML.

Los pasos para la introducción de un sistema de operadores primarios pueden resumirse de la siguiente manera:

1. Evaluar si se cumplen las condiciones previas para la introducción de un sistema de OP<sup>2</sup>.

<sup>2</sup>El marco desarrollado en esta nota puede utilizarse con este fin. La etapa de desarrollo de los distintos componentes básicos puede evaluarse de acuerdo con las consideraciones que figuran en este apéndice, con el fin de identificar las condiciones previas y cualquier deficiencia importante que deba subsanarse al contemplar la introducción de un sistema de OP. Sin embargo, es importante evaluar el nivel de las funcionalidades clave de cada componente básico, tal como lo captan los indicadores respectivos, y no en la etapa compuesta a nivel del componente básico,

2. Evaluar si introducir un sistema de OP es ventajoso.
3. Sondear a los intermediarios financieros sobre su posible interés, y evaluar si existe un número mínimo de partes interesadas.
4. Solicitar manifestaciones de interés y establecer un grupo de trabajo entre entidades y partes interesadas para diseñar de forma conjunta los derechos, las obligaciones, las condiciones previas y una hoja de ruta.
5. Coordinar al ministerio de Hacienda, el banco central y la autoridad de conducta de mercado para consensuar las respectivas responsabilidades y el intercambio de información.
6. Formalizar la relación entre los OP y las autoridades.
7. Diseñar el sistema de evaluación del desempeño de los OP con distintos parámetros de desarrollo, ponderaciones y mecanismos de recompensa.
8. Poner en marcha oficialmente el sistema de OP cuando todos los pasos se hayan completado y se cumplan todas las condiciones previas necesarias.

Al introducir un sistema de OP, es preferible que los derechos y las obligaciones de estos sean decididos de forma conjunta entre las autoridades y los OP. El sistema de OP debe diseñarse de forma conjunta, posiblemente en un grupo de trabajo entre las partes interesadas, para asegurar que cumpla los requisitos y expectativas de todos los participantes. En este contexto, también es importante identificar los ajustes en los componentes básicos que sean necesarios para que el mecanismo de OP sea eficaz. Debe trazarse una hoja de ruta de las iniciativas que se han de adoptar para que la introducción de OP sea eficaz, en la que se identifiquen los ajustes necesarios antes de la introducción formal de OP y los posteriores. Para estas cuestiones, debe buscarse el consenso entre las partes interesadas.

Algunos de los ajustes de los componentes básicos de los MBML individuales habituales para facilitar la introducción de un sistema de OP son los siguientes:

- Mercado monetario. Puede ser necesario introducir mecanismos contingentes de préstamos de valores y de efectivo cuando la liquidez es todavía insuficiente.
- Mercado primario. Quizá sea necesario ajustar las modalidades de emisión para concentrar la liquidez en menos bonos de referencia, complementarlos con operaciones de gestión de pasivos y cambiar a subastas cerradas limitadas para los OP.
- Mercado secundario. Puede ser necesario mejorar la transparencia anterior y posterior a la negociación mediante la recopilación y publicación de datos pertinentes. Puede ser necesario establecer una plataforma electrónica de

---

ya que existen algunas funcionalidades que, desde la perspectiva de un sistema de OP, son más importantes que otros. La evaluación puede ayudar a identificar las deficiencias principales que deben subsanarse antes de introducir un sistema de OP a fin de llevar al máximo la probabilidad de éxito y aumentar su eficacia.

negociación para que los creadores de mercado cumplan sus obligaciones de forma eficaz.

- Base de inversionistas. Quizá sea necesario reforzar algunos mecanismos preexistentes, lo que incluye una combinación de regulación, prácticas de supervisión y persuasión moral para incentivar a los inversionistas existentes a cambiar de estrategias de inversión a largo plazo a patrones de tenencia más dinámicos. Además, es posible que los representantes oficiales tengan que aclarar el código tributario, por ejemplo, solucionando posibles obstáculos relacionados con la retención de impuestos para alentar a los inversionistas extranjeros a participar.
- Infraestructura del mercado financiero. Podría ser necesario establecer mecanismos sólidos y seguros de compensación, liquidación y custodia para que los creadores de mercado cumplan sus obligaciones de forma eficaz.
- Marco jurídico y reglamentario. Los representantes oficiales deben establecer reglas claras de conducta en el mercado para garantizar que los OP no abusen de sus privilegios en detrimento de los inversionistas o que no aprovechen información privilegiada sobre órdenes de clientes para su propia cartera de negociación.

La coordinación entre las autoridades es fundamental para garantizar que todas las partes interesadas desempeñen su papel en el logro del objetivo de desarrollar un MBML eficiente. Cualquier regulación o transacciones de mercado por parte de las autoridades deben alinearse con los objetivos fijados de desarrollo del MBML y los mecanismos establecidos de creación de mercado para los OP. Por último, debe evaluarse periódicamente la situación de los derechos y las obligaciones de los OP, ya que las condiciones del mercado evolucionan y las prioridades cambian. Asimismo, las autoridades deben evaluar regularmente si las condiciones previas para un sistema de OP todavía se cumplen y si los OP contribuyen a un desarrollo equilibrado del MBML.



## Referencias

- Anderson, Phillip R. D., Anderson Caputo Silva y Antonio Velandia-Rubiano. 2010. "Public Debt Management in Emerging Market Economies: Has This Time Been Different?". Policy Research Working Paper 5399, Banco Mundial, Washington, DC.
- Árvai, Zsófia y Geoffrey Heenan. 2008. "A Framework for Developing Secondary Markets for Government Securities". Working Paper 14/174, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Awadzi, Elsie Addo. 2015. "Designing Legal Frameworks for Public Debt Management". Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales). 2007. "Financial Stability and Local Currency Bond Markets". Committee of the Global Financial System Report No. 28, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales). 2019. "Establishing Viable Capital Markets". Committee of the Global Financial System Report No. 62, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.
- Bossu, W., C. Hillier y W. Bergthaler. 2020. "Local Currency Bond Markets Law Reform: A Methodology for Emerging Markets and Developing Economies". Working Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Burger, John D. y Francis E. Warnock. 2006. "Local Currency Bond Markets". Working Paper 12552, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Chan, T., K. Miyajima y M. Mohanty. 2012. "Emerging Market Local Currency Bonds: Diversification and Stability". Working Paper No. 391, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.

- Creehan, Sean. 2015. “Developing Local Currency Bond Markets Can Help Insulate Asia from Volatility”, *Pacific Exchange* (blog), 2 de octubre de 2015, <https://www.frbsf.org/banking/asia-program/pacific-exchange-blog/developing-local-currency-bond-markets-help-insulate-asia-volatility/>.
- Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann y Ugo Panizza. 2005. “The Pain of Original Sin”. En *Other People’s Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging-Market Economies*, editado por Barry Eichengreen y Ricardo Hausmann, 14–47. Chicago: University of Chicago Press.
- Essers, Dennis, Hans J. Blommestein, Danny Cassimon y Perla Ibarlucea Flores. 2016. “Local Currency Bond Market Development in Sub-Saharan Africa: A Stock-Taking Exercise and Analysis of Key Drivers”. *Emerging Markets Finance and Trade* 52 (5): 1167–94.
- G20 (Grupo de los Veinte). 2011. G20 Action Plan to Support the Development of Local Currency Bond Markets. Canes: Cumbre del G-20.
- Grigorian. 2019. “Nonresident Capital Flows and Volatility: Evidence from Malaysia’s Local Currency Bond Market”. 2019/23, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- FMI (Fondo Monetario Internacional). 2012. “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View”. Policy Paper, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) y Banco Mundial. 2014. “Revised Guidelines for Public Debt Management”. IMF Policy Paper, Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial, Washington, DC.
- FMI (Fondo Monetario Internacional), Banco Mundial, BERF (Banco Europeo de Reconstrucción y Fomento) y OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos). 2013. *Local Currency Bond Markets—A Diagnostic Framework*. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) y Banco Mundial. 2018 y 2020. “Staff Note for the G20 International Financial Architecture Working Group (IFAWG): Recent Developments on Local Currency Bond Markets in Emerging Economies”. Banco Mundial, Washington, DC.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) y Banco Mundial. 2019. “Developing a Medium-Term Debt Management Strategy Framework (MTDS)—Updated Guidance Note for Country Authorities”. FMI y Banco Mundial, Washington, DC.
- Jonasson, Thordur, Michael G. Papaioannou y Mike Williams. 2019. “Debt Management”. en *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*, editado por S. Ali Abbas, Alex Pienkowski y Kenneth Rogoff, 192–224. Oxford: Oxford University Press.

- Jonasson, Thordur, y Michael Papaioannou. 2018. “A Primer on Managing Sovereign Debt-Portfolio Risks”. Working Paper 18/74, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- King, D., L. Brandao-Marques, K. Eckhold, P. Lindner y Diarmuid Murphy. 2017. “Central Bank Emergency Support to Securities Markets”. Working Paper No. 17/152, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Knight, J., y B. Northfield. 2020. “Sovereign Investor Relations: From Principles to Practice”. Working Paper 20/204, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Lu, Yinqiu, y Dmitry Yakolev. 1985. “Instruments, Investor Base, and Recent Developments in the Malaysian Government Bond Markets”. Working Paper No. 18/95, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Malaysian Securities Commission. 2004. *Capital Market Development in Malaysia: History and Perspectives*. Kuala Lumpur: Malaysian Securities Commission.
- Mihaljek, D., M. Scatigna y A. Villar. 2002. “Recent Trends in Bond Markets”. BIS Papers No. 11, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, Suiza.
- Park, Cyn-Young. 2017. “Developing Local Currency Bond Markets in Asia”. *Emerging Markets Finance and Trade* 53 (12): 2826–44.
- Park, Donghyun, Kwanho Shin y Shu Tian. 2018. “Do Local Currency Bond Markets Enhance Financial Stability?” ADB Economics Working Paper Series No. 563, Banco Asiático de Desarrollo, Filipinas.
- Peiris, Shanaka J. 2010. “Foreign Participation in Emerging Markets’ Local Currency Bond Markets”. Working Paper 10/88, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- Silva, Anderson Caputo, y Baudouin Richard. 2010. “Primary Deal Systems: Background Note”. Gemloc Advisory Services for the World Bank, Washington, DC.
- Silva, Anderson Caputo, Loic Chiquier, Thordur Jonasson, y Michael Papaioannou. 2016. “Development of Local Currency Bond Markets: Overview of Recent Developments and Key Themes”. Seoul, Korea, June 20, Staff Note for the G20 IFAWG, Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial.
- Banco Mundial. 2007. *Developing the Domestic Government Debt Market: From Diagnostics to Reform Implementation*. Washington, DC: Banco Mundial.
- Banco Mundial. 2014. “Guide to the Government Securities Market Development Toolkit for Low-Income Countries—Finance and Markets Global Practice”. Banco Mundial, Washington, DC.
- Banco Mundial y FMI (Fondo Monetario Internacional). 2001. *Developing Government Bond Markets: A Handbook*. Washington, DC: Banco Mundial.





## PUBLICATIONS

Guidance Note on Developing Government  
Local Currency Bond Markets (Spanish)

2021/001

ISBN 979-8-4002-0756-3



9 798400 207563