

Directrices para la gestión de la deuda pública

Preparado por el personal del Fondo Monetario
Internacional y del Banco Mundial

21 de marzo de 2001

Índice

I. ¿Qué es la gestión de la deuda pública y por qué es importante?	2
II. Objeto de las directrices	4
III. Resumen de las directrices para la gestión de la deuda.....	6
IV. Presentación de las directrices	9
1. Objetivos y coordinación de la gestión de la deuda.....	9
2. Transparencia y rendición de cuentas	13
3. Marco institucional	17
4. Estrategia para la gestión de la deuda	19
5. Marco para la gestión del riesgo	27
6. Desarrollo y mantenimiento de un mercado de valores públicos eficiente	33

Recuadros

1. Riesgos que surgen en la gestión de la deuda soberana	10
2. Algunos escollos de la gestión de la deuda.....	20
3. Gestión de activos y pasivos	24
4. Examen general de los indicadores de vulnerabilidad externa	28
5. Condiciones pertinentes al desarrollo de un mercado de valores públicos eficiente.....	34

I. ¿QUÉ ES LA GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA Y POR QUÉ ES IMPORTANTE?

1. La gestión de la deuda soberana consiste en establecer e implementar una estrategia para la gestión de la deuda pública con el objeto de obtener el monto de financiamiento fijado, alcanzar los objetivos de riesgo y costo y satisfacer cualquier otra meta de gestión de la deuda soberana que se haya propuesto el gobierno, por ejemplo, desarrollar y mantener un mercado eficiente para los títulos de deuda pública.

2. En el contexto macroeconómico más amplio de la administración pública, los gobiernos deberán tratar de conseguir que tanto el nivel como la tasa de crecimiento de la deuda pública sean fundamentalmente sostenibles y pueda atenderse su servicio en muy diversas circunstancias, al tiempo que se satisfacen los objetivos de costo y riesgo. Los gestores de la deuda soberana comparten el interés de los asesores de la política fiscal y monetaria para que el endeudamiento del sector público se mantenga en una trayectoria sostenible y para que haya una estrategia creíble que reduzca los niveles excesivos de deuda. Los gestores de la deuda deberán cerciorarse de que las autoridades fiscales son conscientes del impacto que la necesidad de financiamiento del gobierno y el nivel de endeudamiento producen en el costo de los empréstitos¹. Los indicadores relacionados con el nivel sostenible de deuda incluyen, por ejemplo, el coeficiente de servicio de la deuda del sector público y la relación entre deuda pública y PIB y deuda pública e ingresos tributarios.

3. El endeudamiento mal estructurado ya sea en términos de vencimiento, moneda o tasas de interés y pasivos contingentes considerables y no capitalizados han sido factores importantes que han inducido o propagado la crisis económica en muchos países a lo largo de la historia. Por ejemplo, con independencia del régimen cambiario de que se trate, o de si es deuda en moneda nacional o extranjera, las crisis han surgido a menudo debido a que los gobiernos han hecho excesivo hincapié en una posible reducción de costos mediante empréstitos en gran escala a corto plazo o tasa de interés variable. La consecuencia ha sido que el presupuesto público ha estado gravemente expuesto a los avatares de los mercados financieros, comprendido todo cambio en la capacidad crediticia del país, en el momento de renovar la deuda. La deuda en moneda extranjera también presenta riesgos específicos, y recurrir en exceso a este tipo de endeudamiento puede llevar a presiones monetarias o sobre el tipo de cambio si los inversores se muestran renuentes a refinanciar la deuda pública en moneda extranjera. Reduciendo el riesgo de que la gestión de la cartera del propio gobierno se convierta en fuente de inestabilidad para el sector privado, la gestión prudente de la deuda pública, unida a medidas acertadas sobre gestión de los pasivos contingentes, puede conseguir que los países sean menos vulnerables al contagio y el riesgo financiero.

4. La cartera de instrumentos de deuda que gestiona un gobierno suele ser la mayor cartera financiera del país. En muchos casos su estructura financiera es complicada y arriesgada, y puede generar considerables riesgos para el balance del gobierno y para la estabilidad financiera del país. Como lo señaló el Grupo de Trabajo sobre Corrientes de Capital

¹ Un nivel excesivo de endeudamiento que lleve a tasas de interés más elevadas puede influir negativamente sobre el producto real. Véase, por ejemplo, A. Alesina, M. de Broeck, A. Prati y G. Tabellini, "Default Risk on Government Debt in OECD Countries", en *Economic Policy: A European Forum* (octubre de 1992), págs. 428–463.

establecido por el Foro sobre Estabilidad Financiera, “la experiencia reciente pone de manifiesto la necesidad de que los gobiernos reduzcan la acumulación de posiciones de liquidez y otros riesgos que hacen especialmente vulnerables a sus economías frente a las perturbaciones externas”². Por lo tanto, una gestión adecuada del riesgo por parte del sector público es también esencial a los efectos de la gestión del riesgo por parte de otros sectores de la economía, “porque lo habitual es que las diferentes entidades del sector privado se vean confrontadas con enormes problemas cuando una inadecuada gestión del riesgo soberano genera vulnerabilidad a una crisis de liquidez”. La estructura adecuada de la deuda ayuda al gobierno a reducir su exposición a los riesgos de tasa de interés, moneda y otros riesgos. Muchos gobiernos procuran dar respaldo a esa estructura estableciendo, cuando ello es factible, puntos de referencia en la cartera para la composición deseada de moneda, la duración y la estructura de los plazos de vencimiento de la deuda, y así orientar la composición futura de la cartera.

5. Varias crisis del mercado de instrumentos de deuda han puesto de manifiesto la importancia de aplicar prácticas de gestión de la deuda adecuadas, así como la necesidad de un mercado de capital eficiente y sólido. Aunque la aplicación de medidas desacertadas de gestión de la deuda pública puede no haber sido la única, o quizá ni siquiera la principal causa de esas crisis, la estructura de los vencimientos y la composición de tasas de interés y monedas de la cartera de la deuda pública, junto con importantes obligaciones por pasivos contingentes, determinaron en muchos casos el agravamiento de la crisis. Incluso en los casos en que las condiciones macroeconómicas son las acertadas, la gestión arriesgada de la deuda expone a la economía a perturbaciones financieras y económicas. A veces, el riesgo puede obviarse fácilmente mediante medidas relativamente sencillas, como ampliación de los vencimientos de la deuda y pago del consiguiente encarecimiento del servicio de la deuda (suponiendo una curva de rentabilidad de pendiente ascendente), reajuste del volumen, los plazos de vencimiento o la composición de las reservas de divisas y revisión de los criterios y las modalidades administrativas sobre pasivos contingentes.

6. Las estructuras arriesgadas de endeudamiento obedecen con frecuencia a la aplicación de medidas económicas inapropiadas —de las políticas fiscal, monetaria y cambiaria— pero es indudable que los efectos de retroalimentación son biunívocos. La gestión adecuada de la deuda no es una panacea, ni dispensa que la gestión en el terreno fiscal y monetario deba ser la correcta. Si el contexto de política macroeconómica es insatisfactorio no basta, para prevenir una crisis, con realizar una gestión adecuada de la deuda soberana. Las medidas apropiadas de gestión de la deuda reducen la susceptibilidad al contagio y al riesgo financiero, pues cumplen una función catalizadora conducente a un mayor desarrollo del mercado financiero y al fomento de la actividad financiera. La experiencia reciente respalda el argumento de que, por ejemplo, los mercados de deuda interna pueden sustituir a los bancos como fuente de financiamiento (y viceversa) cuando esta última se agota, lo que ayuda a las economías a capear las perturbaciones financieras³.

²Foro sobre Estabilidad Financiera, “Informe del Grupo de Trabajo sobre Corrientes de Capital”, 5 de abril de 2000, pág. 2.

³Véase, por ejemplo, Alocución del Presidente del Sistema de la Reserva Federal, Alan Greenspan, ante el Grupo del Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, Programa de Seminarios, Washington, D.C., 27 de septiembre de 1999.

II. OBJETO DE LAS DIRECTRICES

7. El objeto de las directrices es ayudar a los responsables de la política económica a considerar reformas que den lugar a una mejor gestión de la deuda pública y reduzcan la vulnerabilidad de los países a las perturbaciones financieras internacionales. La vulnerabilidad suele ser mayor en las economías más pequeñas y de mercado emergente, que pueden estar menos diversificadas, poseer una base de ahorro financiero interno más reducida y contar con sistemas financieros menos desarrollados, y ser más susceptibles al contagio financiero en virtud de la magnitud relativa de las corrientes de capital. En consecuencia, las directrices deben incluirse en el contexto más amplio de los factores y las fuerzas que influyen en términos generales sobre la liquidez de que dispone el gobierno y de la gestión de su balance. Los gobiernos gestionan frecuentemente una cartera considerable de reservas en moneda extranjera, sus posiciones fiscales suelen estar sujetas a perturbaciones reales y monetarias y pueden estar expuestos a importantes posiciones de pasivos contingentes y a las consecuencias de una gestión deficiente del balance del sector privado. Sin embargo, con independencia de que las perturbaciones financieras provengan del sector bancario nacional o del contagio financiero mundial, será esencial aplicar una política prudente en materia de gestión de la deuda pública, así como una política macroeconómica y reguladora bien concebida para controlar el costo humano y el deterioro del producto vinculados a esas perturbaciones.

8. Las directrices se refieren a la deuda pública interna y externa y abarcan una amplia gama de títulos financieros frente al gobierno. Se procura con ellas identificar temas de amplio acuerdo sobre el concepto general de buenas prácticas para la gestión de la deuda pública. La atención se centra en principios aplicables a una amplia gama de países en diferentes estadios de desarrollo y con diversas estructuras institucionales para la gestión de la deuda nacional. No deben concebirse como un conjunto de prácticas de cumplimiento forzoso ni normas o códigos obligatorios. Tampoco debe pensarse que sólo haya un conjunto de prácticas o fórmulas adecuadas aplicable a todos los países en todas las situaciones. Adquirir la capacidad para gestionar la deuda soberana puede llevar varios años, y las situaciones y necesidades varían mucho de un país a otro. Con estas directrices se quiere ayudar sobre todo a los responsables de la política económica difundiendo las prácticas bien concebidas que han adoptado los países miembros en materia de estrategia y operaciones de gestión de la deuda. Su implementación variará en cada caso, en función de las circunstancias de cada país, por ejemplo, del desarrollo financiero.

9. Las necesidades de creación de capacidad en materia de deuda soberana son diferentes en cada país. Esas necesidades dependerán de las limitaciones para el acceso del país al mercado de capital, del régimen cambiario, de la calidad de su política macroeconómica y regulatoria, de su capacidad institucional para elaborar e implementar reformas, de su solvencia crediticia y de los objetivos que se haya fijado para la gestión de la deuda pública. En consecuencia, el desarrollo de la capacidad y la asistencia técnica deberán ajustarse cuidadosamente al logro de las metas de política que se hayan determinado, al tiempo que se tiene en cuenta las circunstancias de política existentes, el marco institucional y la tecnología y los recursos humanos y financieros de que se

dispone. Las directrices podrán ser de ayuda para los asesores y los formuladores de la política económica ocupados en la elaboración de reformas de la gestión de la deuda pública, pues plantean aspectos de gestión pública que son pertinentes en todos los países. Esto es cierto si la deuda pública comprende títulos negociables o empréstitos de fuentes bilaterales o multilaterales oficiales, si bien las medidas concretas que hayan de tomarse serán distintas en función de las circunstancias de cada país.

10. Todos los gobiernos se ven confrontados con opciones de política económica para fijar los objetivos de la gestión de la deuda, el riesgo aceptable, la determinación de las partes del balance del gobierno de las que habrán de ocuparse los responsables de esa gestión, la manera de gestionar los pasivos contingentes y los criterios de gobernación que deberán regir. Para muchos de estos temas ya existe una creciente coincidencia sobre el concepto de prácticas prudentes de gestión de la deuda soberana que permiten asimismo reducir la vulnerabilidad al contagio y a las perturbaciones financieras. Entre ellas figuran, por ejemplo, el reconocimiento de los beneficios que fluyen de la determinación de objetivos claros para la gestión de la deuda, de comparar riesgos y costos, de separar y coordinar los objetivos y las responsabilidades de la gestión monetaria y de la deuda, de imponer un límite a la expansión de la deuda, de realizar una gestión cuidadosa de los riesgos de refinanciamiento y del mercado, y del costo, en materia de intereses, que conlleva la carga de la deuda, así como de la necesidad de establecer una sólida estructura institucional y medidas de política para reducir los riesgos operacionales, comprendida la delegación clara de cometidos y la asignación de responsabilidades a los diferentes organismos públicos que tomen parte en la gestión de la deuda.

11. Es necesario vincular la gestión de la deuda a un marco macroeconómico claro, en virtud del cual los gobiernos puedan asegurarse de que el nivel y la tasa de incremento de la deuda pública son sostenibles. Los problemas que surgen en la gestión de la deuda pública guardan relación a menudo con la falta de atención prestada por los formuladores de la política a las ventajas que se derivan de una estrategia prudente para la gestión de la deuda y con el costo que conlleva la gestión macroeconómica deficiente. En el primer caso, las autoridades deberán prestar más atención a las ventajas que se derivan de una estrategia, marco y medidas de gestión prudente de la deuda que estén coordinados con un marco sólido de política macroeconómica. En el segundo caso, las medidas inapropiadas en los campos fiscal, monetario y cambiario generan incertidumbre en los mercados financieros sobre la rentabilidad futura de las inversiones disponibles en moneda nacional, y ello lleva a los inversores a exigir una prima de riesgo más elevada. En los países en desarrollo y de mercado emergente, prestatarios y prestamistas por igual pueden mostrarse renuentes a comprometerse a largo plazo, actitud que puede asfixiar el desarrollo de los mercados financieros nacionales y obstaculizar gravemente el esfuerzo de los gestores de la deuda para proteger al gobierno frente a un exceso de refinanciamiento y el riesgo cambiario. Un buen historial de implementación de medidas macroeconómicas acertadas puede contribuir a paliar esa incertidumbre. A ello debe sumarse el desarrollo apropiado de las infraestructuras técnicas, como un registro central y un sistema de pagos y compensación, que faciliten el desarrollo de los mercados financieros nacionales.

III. RESUMEN DE LAS DIRECTRICES PARA LA GESTIÓN DE LA DEUDA

1. Objetivos y coordinación de la gestión de la deuda

1.1 Objetivos

El objetivo principal de la gestión de la deuda pública consiste en asegurar que las necesidades de financiamiento del gobierno y el cumplimiento de sus obligaciones de pago se satisfacen, en el medio a largo plazo, al más bajo costo posible en forma compatible con un nivel prudente de riesgo.

1.2 Alcance

La gestión de la deuda comprenderá las principales obligaciones financieras controladas por el gobierno central.

1.3 Coordinación con la política monetaria y fiscal

Los gestores de la deuda, los asesores de política fiscal y las autoridades del banco central deberán compartir el entendimiento de cuáles son los objetivos de la política de gestión de la deuda y de la política fiscal y monetaria, dada la interdependencia entre los diferentes instrumentos que las mismas utilizan. Los gestores de la deuda darán a conocer a las autoridades fiscales su opinión sobre el costo y los riesgos vinculados con las necesidades de financiamiento público y con el nivel de la deuda del gobierno.

Si el nivel de desarrollo financiero lo permite, la gestión de la deuda estará separada de los objetivos y responsabilidades de la política monetaria.

Las autoridades encargadas de la gestión de la deuda, de la política fiscal y de la política monetaria compartirán la información sobre las necesidades de liquidez, corrientes y futuras, del gobierno.

2. Transparencia y rendición de cuentas

2.1 Determinación clara de las funciones, los cometidos y los objetivos de los organismos financieros gestores de la deuda

Se dará a conocer públicamente la asignación de cometidos ya sea entre el ministerio de Hacienda, el banco central o un organismo independiente encargado de la gestión de la deuda, a efectos de asesoramiento sobre política de gestión de la deuda, emisión de instrumentos de deuda primaria, organización del mercado secundario, servicios de depositaría y sistemas de compensación y pago para la negociación de valores públicos.

Se definirán claramente y se darán a conocer al público los objetivos de gestión de la deuda, con explicación de las medidas sobre costos y riesgos adoptadas.

2.2 *Procedimiento abierto para elaboración e información sobre la política de gestión de la deuda*

Se darán a conocer públicamente los aspectos sustanciales de las operaciones de gestión de la deuda.

2.3 *Disponibilidad pública de información sobre la política de gestión de la deuda*

Se proporcionará al público información sobre la actividad presupuestaria pasada, presente y prevista, comprendido el financiamiento, y sobre la posición financiera consolidada del gobierno.

El gobierno informará periódicamente sobre el volumen y la composición de sus activos financieros y deuda, comprendidos moneda de expresión, plazos de vencimiento y estructura de las tasas de interés.

2.4 *Rendición de cuentas y seguridades de integridad en los organismos gestores de la deuda*

Las actividades de gestión de la deuda serán auditadas anualmente por auditores externos.

3. Marco institucional

3.1 *Gobernación*

El marco legal establecerá claramente la competencia para contraer deudas y emitir nuevos instrumentos de deuda, invertir y realizar transacciones en nombre del gobierno.

Se especificará claramente el marco institucional para la gestión de la deuda, asegurándose la adecuada articulación de mandatos y funciones.

3.2 *Gestión de las operaciones internas*

El riesgo de que el gobierno sufra pérdidas como resultado de un control operativo deficiente se gestionará conforme a las buenas prácticas empresariales; esto comprende responsabilidades bien definidas para los funcionarios y mecanismos claros de seguimiento, control y delegación.

Las actividades de gestión de la deuda estarán respaldadas por un sistema fidedigno y completo de gestión de la información con las debidas salvaguardias.

El personal que tome parte en la gestión de la deuda estará sujeto a un código de conducta y a directrices sobre conflicto de intereses en relación con el desempeño de asuntos financieros personales.

Se establecerá un procedimiento adecuado para la recuperación de información sobre operaciones, con objeto de mitigar el riesgo de que los desastres naturales, los disturbios

sociales o los actos de terrorismo perturben gravemente la actividad de gestión de la deuda.

4. Estrategia para la gestión de la deuda

Se controlarán y evaluarán cuidadosamente los riesgos inherentes a la estructura de la deuda pública. Todo riesgo se mitigará en la medida de lo posible alterando la estructura de la deuda, aunque teniendo en cuenta el costo que ello represente.

Para orientar mejor las decisiones sobre endeudamiento y reducción del riesgo que recaen sobre el gobierno, los gestores de la deuda considerarán las características del riesgo financiero y de otro tipo que presentan los flujos de caja públicos.

Los gestores de la deuda tendrán en cuenta y gestionarán el riesgo cambiario y la deuda a corto plazo o con tasa de interés variable.

Se aplicarán programas de gestión de caja que sean eficaces en función del costo para que las autoridades puedan considerar con un elevado grado de certeza que las obligaciones financieras del gobierno se satisfarán a medida que vayan haciéndose exigibles.

5. Marco para la gestión del riesgo

Se establecerá un marco que permita a los gestores de la deuda identificar y sopesar las compensaciones entre costo y riesgo previstos de la cartera de instrumentos de deuda pública.

Para evaluar el riesgo, los gestores de la deuda efectuarán regularmente pruebas de tensión de la cartera de deuda que se basarán en las perturbaciones económicas y financieras a las que el gobierno —y en forma más general el país— puedan estar expuestos.

5.1 Alcance de la gestión activa

Los gestores de la deuda que deseen gestionar activamente la cartera de instrumentos de deuda para aprovechar las expectativas de variación de las tasas de interés y los tipos de cambio, que difieran de las que reflejen implícitamente los precios de mercado corrientes, serán conscientes del riesgo que ello entraña y responsables de sus actos.

5.2 Pasivos contingentes

Al adoptar decisiones en materia de endeudamiento, los gestores de la deuda considerarán los efectos que los pasivos contingentes puedan tener en la posición financiera del gobierno, incluida la liquidez global del mismo.

6. Desarrollo y mantenimiento de un mercado de valores públicos eficiente

Para reducir el costo y riesgo a un mínimo, en el medio a largo plazo, los gestores de la deuda se asegurarán de que las medidas tomadas y las operaciones realizadas son compatibles con la creación de un mercado de valores públicos eficiente.

6.1 *Diversificación de la cartera e instrumentos*

El gobierno procurará crear una amplia base de inversores para sus instrumentos de deuda internos y externos, teniendo debidamente en cuenta costos y riesgos, y tratará a todos los inversores por igual.

6.2 *Mercado primario*

Las operaciones de gestión de la deuda en el mercado primario serán transparentes y previsibles.

En la medida de lo posible, se utilizarán para la emisión de instrumentos de deuda mecanismos basados en el mercado, entre los que se incluyen las licitaciones y los consorcios.

6.3 *Mercado secundario*

El gobierno y el banco central fomentarán el desarrollo de mercados secundarios flexibles que funcionen adecuadamente en una amplia gama de condiciones del mercado.

Los sistemas utilizados para el pago y la compensación de las transacciones de valores públicos en el mercado financiero se ajustarán a las buenas prácticas.

IV. PRESENTACIÓN DE LAS DIRECTRICES

1. Objetivos y coordinación de la gestión de la deuda

1.1 *Objetivos*

12. El objetivo principal de la gestión de la deuda pública consiste en asegurar que las necesidades de financiamiento del gobierno y el cumplimiento de sus obligaciones de pago se satisfacen, en el medio a largo plazo, al más bajo costo posible en forma compatible con un nivel prudente de riesgo. Es esencial realizar una gestión prudente del riesgo para evitar estructuras y estrategias de deuda peligrosas (comprendido el financiamiento monetario de la deuda pública), dadas las graves consecuencias macroeconómicas del incumplimiento de la deuda soberana y la magnitud de las pérdidas de producto que entraña. El costo puede incluir insolvencias empresariales y bancarias, así como falta de credibilidad y capacidad a largo plazo del gobierno para movilizar el ahorro interno y externo. En el recuadro 1 se presenta una lista de los riesgos principales a que da lugar la gestión de la deuda soberana.

Recuadro 1. Riesgos que surgen en la gestión de la deuda soberana

Riesgo	Descripción
Riesgo de mercado	Es el vinculado con la variación de los precios de mercado; por ejemplo las tasas de interés, los tipos de cambio, los precios de los productos básicos, etc., que se refleja en el costo del servicio de la deuda. Ya se trate de deuda en moneda nacional o en moneda extranjera, la variación de las tasas de interés afecta al costo del servicio de la deuda de las nuevas emisiones cuando se refinancian deudas con tasas de interés fijas, y de las deudas con tasa de interés variable en las fechas de modificación de la tasa. Por lo tanto, la deuda de corta duración (a corto plazo o con tasa de interés variable), se considera generalmente de mayor riesgo que la deuda a largo plazo con tasa de interés fija. (Una concentración excesiva de deuda a muy largo plazo con tasas de interés fijas también puede ser arriesgada, ya que no se conocen con certeza las necesidades futuras de financiamiento.) La deuda expresada o indexada en moneda extranjera agrava también la inestabilidad del costo en moneda nacional del servicio de la deuda, debido a la variación del tipo de cambio. Los bonos que incluyen opciones de venta pueden exacerbar el riesgo de mercado y el riesgo de renovación.
Riesgo de renovación	Es el riesgo a que da lugar el hecho de que la deuda deba renovarse a un costo inusualmente alto o, en casos extremos, que no pueda renovarse. En la medida en que el riesgo de renovación se limite a la posibilidad de que la deuda se renueve a tasas de interés más altas, incluida la variación de los diferenciales crediticios, puede considerarse como modalidad del riesgo de mercado. No obstante, como la imposibilidad de efectuar la renovación de la deuda, un incremento excepcionalmente grande del costo del financiamiento público, o ambas cosas, pueden provocar o exacerbar una crisis de la deuda, con las consiguientes pérdidas económicas reales que se agregan a los efectos puramente financieros del aumento de las tasas de interés, este riesgo se considera frecuentemente por separado. La gestión de este riesgo reviste especial importancia para los países de mercado emergente.
Riesgo de liquidez	Hay dos tipos de riesgo de liquidez. Uno se refiere al costo o penalización al que se exponen los inversionistas que tratan de abandonar una posición cuando el número de agentes se ha reducido mucho, o cuando determinado mercado no es lo bastante activo. Este riesgo es especialmente importante en los casos en que la gestión de la deuda comprende la gestión de activos líquidos o se utilizan contratos de instrumentos derivados. La otra modalidad de riesgo de liquidez, para el prestatario, se refiere a la situación en que el volumen de activos líquidos se reduzca rápidamente ante obligaciones imprevistas de flujo de caja, a posibles dificultades para la obtención de efectivo mediante empréstitos de corta duración, o ambas cosas.
Riesgo crediticio	Es el riesgo de incumplimiento, por parte de los prestatarios, por préstamos u obligaciones correspondientes a otros activos financieros, o de incumplimiento de contratos financieros por una contraparte. Es muy pertinente en los casos en que la gestión de la deuda comprende la gestión de activos líquidos. También puede ser importante en relación con la aceptación de ofertas en la licitación de valores emitidos por el gobierno y con los pasivos contingentes, y en los contratos de instrumentos derivados celebrados por los encargados de la gestión de la deuda.
Riesgo de impago	Consiste en la pérdida que puede sufrir el gobierno, en tanto que una de las partes, por el hecho de que la otra parte no efectúe el pago, por la razón que fuere, exceptuado el caso de incumplimiento.
Riesgo operativo	Esta categoría comprende una gama de diferentes tipos de riesgo, incluidos los errores de transacción en diversas etapas de la ejecución y el registro de las transacciones; imperfecciones o defectos de control interno o de sistemas y servicios; riesgo de reputación; riesgo jurídico; incumplimiento de garantías, o desastres naturales que afecten a la actividad de las empresas.

13. Con sujeción a un nivel aceptable de riesgo, y en el medio a largo plazo, los gobiernos intentarán reducir al mínimo el costo previsto del servicio de la deuda y de mantener activos líquidos⁴. No debe tomarse como objetivo reducir a un mínimo el costo sin tener en cuenta el riesgo. Las transacciones que aparentemente entrañan un menor costo de servicio de la deuda suelen incorporar considerables riesgos para el gobierno, y pueden reducir su capacidad de reembolso. Los países desarrollados, que habitualmente disponen de mercados activos y líquidos para los valores públicos, suelen centrar la atención en el riesgo de mercado, y para medirlo pueden utilizar, además de pruebas de tensión, complicados modelos de carteras. Por el contrario, los países de mercado emergente, que (en el mejor de los casos) tienen escaso acceso a los mercados de capital externos, y cuyos mercados de deuda interna están relativamente subdesarrollados, deben dar mayor importancia al riesgo de renovación. Si corresponde, el gobierno deberá adoptar también como objetivo importante una política de gestión de la deuda que promueva el desarrollo del mercado de instrumentos de deuda internos. Este objetivo es muy pertinente en los países en que, por limitaciones del mercado, la única alternativa viable, a corto plazo al menos, aparte del financiamiento monetario es el endeudamiento con vencimientos cortos, tasas de interés variable y expresión en moneda extranjera.

1.2 Alcance

14. La gestión de la deuda comprenderá las principales obligaciones financieras controladas por el gobierno central. Estas obligaciones suelen incluir los instrumentos de deuda negociables y los no negociables como el financiamiento concesionario recibido de fuentes oficiales bilaterales y multilaterales. En varios países el alcance de las operaciones de gestión de la deuda se ha ampliado en los últimos años. No obstante, la deuda del sector privado que se incluya o excluya del cometido del gobierno central a efectos de su gestión variará de un país a otro en función de los marcos político e institucional⁵.

15. Habitualmente existe coordinación entre los empréstitos en moneda nacional y extranjera. Además, la gestión de la deuda suele comprender la supervisión de los activos financieros líquidos y del posible riesgo de reembolso por derechos frente al gobierno central debidos a partidas fuera del balance, comprendidos los pasivos contingentes como las garantías estatales. Al establecer e implementar una estrategia para la gestión de la deuda pública que permita alcanzar los objetivos de costo y riesgo fijados y toda otra meta de gestión de la deuda soberana, el gobierno central deberá vigilar y examinar las situaciones de posibles reembolsos a que puede dar lugar el otorgamiento de garantías para la deuda de niveles de gobierno inferiores y empresas de propiedad estatal y, en la medida de lo posible, estar al tanto de la posición financiera global de los prestatarios del sector

⁴A la preocupación del gobierno sobre el costo real de las crisis financieras se añade el deseo de evitar una estructura de endeudamiento excesivamente arriesgada en vista del posible efecto de sufrir pérdidas fiscales y una reducción del acceso al capital, así como el hecho de que las pérdidas pueden dar lugar, en definitiva, a un aumento de la carga tributaria y de los riesgos políticos.

⁵Estas directrices también pueden servir de orientación en otros niveles de gobierno que tengan atribuciones en materia de gestión de la deuda.

privado. Además, puede que haga falta coordinar los calendarios de endeudamiento de los prestatarios en los diferentes niveles de gobierno, para espaciar adecuadamente la licitación de nuevas emisiones.

1.3 Coordinación con la política monetaria y fiscal

16. Los gestores de la deuda, los asesores de política fiscal y las autoridades del banco central deberán compartir el entendimiento de cuáles son los objetivos de la política de gestión de la deuda y de la política fiscal y monetaria, dada la interdependencia entre los diferentes instrumentos que las mismas utilizan. Los gestores de la deuda darán a conocer a las autoridades fiscales su opinión sobre el costo y los riesgos vinculados con las necesidades de financiamiento público y con el nivel de la deuda del gobierno. Los responsables de la política económica deberán estar al tanto del funcionamiento de los diferentes instrumentos de política, de la posibilidad de que se refuercen mutuamente y de los factores que suscitan tensiones de política económica⁶. Puede que la gestión prudente de la deuda y la política fiscal y monetaria se refuercen para conseguir una prima de riesgo menor en la estructura de tasas de interés a largo plazo. Las autoridades monetarias informarán a las autoridades fiscales sobre el efecto que el endeudamiento público produce en la consecución de los objetivos monetarios. Los límites de endeudamiento y las prácticas acertadas de gestión del riesgo pueden ayudar a proteger el balance del gobierno frente a las sacudidas del servicio de la deuda. En algunos casos puede existir un conflicto entre la política de gestión de la deuda y la política monetaria, dadas sus diferentes finalidades: la gestión de la deuda se centra en las compensaciones entre costo y riesgo, en tanto que la política monetaria persigue normalmente la estabilidad de los precios. Por ejemplo, puede que algunos bancos centrales prefieran que el gobierno emita títulos de deuda indexados a la tasa de inflación o que obtenga empréstitos en moneda extranjera para dar más credibilidad a la política monetaria. Los gestores de la deuda podrían juzgar que el mercado no está plenamente desarrollado para emitir títulos indexados a la tasa de inflación y que el endeudamiento en moneda extranjera confiere un mayor riesgo para el balance del gobierno. Los conflictos también pueden plantearse entre los gestores de la deuda y las autoridades fiscales, por ejemplo, en materia del flujo de caja inherente a una determinada estructura de deuda (a saber, emisión de deuda con cupón cero con objeto de transferir la carga de la deuda a las generaciones futuras). Por esta razón es importante que la coordinación se realice en el contexto de un marco macroeconómico bien definido.

17. Si el nivel de desarrollo financiero lo permite, la gestión de la deuda estará separada de los objetivos y responsabilidades de la política monetaria. Definir con claridad las funciones y los objetivos de la gestión de la deuda y de la política monetaria reduce al mínimo los posibles conflictos. En los países cuyos mercados financieros están adecuadamente desarrollados, los programas de endeudamiento se basan en las proyecciones económicas y fiscales del presupuesto público, y la política monetaria se realiza con independencia de la gestión de la deuda. Esto ayuda a evitar la impresión de que en las decisiones sobre gestión de la deuda influye la información privilegiada sobre decisiones

⁶Véase información adicional sobre cuestiones de coordinación en V. Sundararajan, Peter Dattels y Hans J. Blommestein, encargados de la edición, *Coordinating Public Debt and Monetary Management* (Washington, D.C.: Fondo Monetario Internacional), 1997.

referentes a las tasas de interés, y evita la impresión de que existe un conflicto de intereses en las operaciones de mercado. La adopción del objetivo de reducir al mínimo el costo que representa la deuda para el gobierno, con sujeción a un nivel de riesgo prudente, no debe considerarse como obligación para reducir las tasas de interés ni para influir en las condiciones monetarias internas. Tampoco el objetivo costo/riesgo debe considerarse como justificación para que el banco central otorgue al gobierno crédito a bajo costo, ni las decisiones de política monetaria deben estar motivadas por consideraciones referentes a la gestión de la deuda.

18. Las autoridades encargadas de la gestión de la deuda, de la política fiscal y de la política monetaria compartirán la información sobre las necesidades de liquidez, —corrientes y futuras—, del gobierno. Como las operaciones monetarias suelen realizarse por conducto de los instrumentos y mercados de deuda pública, la selección de instrumentos monetarios y procedimientos operativos puede influir sobre el funcionamiento de los mercados de deuda pública y, potencialmente, sobre la situación financiera de quienes realizan transacciones en esos mercados. Análogamente, a los efectos de una ejecución eficiente de la política monetaria deben conocerse claramente las corrientes financieras a corto y más largo plazo del gobierno. En consecuencia, las autoridades encargadas de la gestión de la deuda y de la política fiscal y monetaria se reúnen con frecuencia para analizar una amplia gama de cuestiones de política económica. A nivel operativo todas ellas intercambian generalmente información sobre las necesidades corrientes y futuras del gobierno. Además coordinan sus operaciones de mercado para no operar simultáneamente en el mismo segmento del mercado. Más difícil puede resultar, en cambio, separar la gestión de la deuda y la política monetaria en los países cuyos mercados financieros estén menos desarrollados, y en los que las operaciones de gestión de la deuda pueden suscitar mayores efectos sobre el nivel de las tasas de interés y el funcionamiento del mercado local de capital. Es necesario establecer una secuencia adecuada de reformas para conseguir esa separación.

2. Transparencia y rendición de cuentas⁷

19. Tal como se expresa en el *Código de buenas prácticas para la transparencia en las políticas monetaria y financiera: Declaración de principios* (Código para la transparencia en las PMF), los argumentos a favor de operaciones de gestión de la deuda transparentes se basan en dos premisas principales: primero, las operaciones serán más eficaces si se dan a conocer al público (a los mercados financieros) las metas y los instrumentos de política y si las autoridades pueden comprometerse en forma creíble a alcanzar esas metas; segundo, la transparencia promoverá el buen gobierno gracias a la mejora de la rendición de cuentas por parte de bancos centrales, ministerios de Hacienda y otras instituciones públicas que participan en la gestión de la deuda.

⁷Esta sección se basa en los aspectos del *Código de buenas prácticas para la transparencia fiscal: Declaración de principios* (en lo sucesivo “Código TF”) y del *Código de buenas prácticas para la transparencia en las políticas monetaria y financiera: Declaración de principios* (en lo sucesivo “Código PMF”) que aluden a las operaciones de gestión de la deuda. Los apartados de este capítulo coinciden con los encabezamientos del Código PMF.

2.1 Determinación clara de las funciones, los cometidos y los objetivos de los organismos financieros encargados de la gestión de la deuda

20. Se dará a conocer públicamente la asignación de cometidos ya sea entre el ministerio de Hacienda, el banco central o un organismo independiente encargado de la gestión de la deuda, a efectos de asesoramiento sobre política de gestión de la deuda, emisión de instrumentos de deuda primaria, organización del mercado secundario, servicios de depositaría y sistemas de compensación y pago para la negociación de valores públicos⁸. La transparencia del mandato y las normas y los procedimientos claros para las operaciones del banco central y el ministerio de Hacienda pueden ayudar a resolver los conflictos entre la política y las operaciones en la gestión monetaria y de la deuda. La transparencia y la simplicidad de las operaciones de gestión de la deuda y del diseño de los instrumentos de deuda también pueden contribuir a que los emisores reduzcan sus costos de transacción y alcancen sus objetivos de cartera. Puede que también reduzcan la incertidumbre entre los inversores, disminuyan sus costos de transacción, alienten la mayor participación de los inversores y, con el paso del tiempo, ayuden a que los gobiernos reduzcan el costo del servicio de la deuda.

21. Se definirán claramente y se darán a conocer al público los objetivos de gestión de la deuda, con explicación de las medidas sobre costos y riesgos adoptadas⁹. Algunos órganos gestores de la deuda soberana divulgan también los puntos de referencia en materia de costo y riesgo que han fijado para sus carteras, aunque esta práctica no es universal. La experiencia indica que esta divulgación da más credibilidad al programa de gestión de la deuda y contribuye a alcanzar las metas de la gestión. También deberán divulgarse los objetivos complementarios, como el desarrollo del mercado financiero interno, definiéndose con claridad su relación con el objetivo principal.

22. Es esencial que la gestión de la deuda cuente con objetivos claros para reducir así la incertidumbre de si el gobierno estará dispuesto a sopesar las compensaciones entre costo y riesgo. La ambigüedad de los objetivos suele dar lugar a decisiones deficientes sobre cómo gestionar la deuda existente y qué instrumentos de deuda emitir, sobre todo en períodos de inestabilidad financiera, lo que producirá una cartera de deuda potencialmente arriesgada y costosa para el gobierno que aumentará la vulnerabilidad ante una crisis. La falta de objetivos claros también provoca incertidumbre en la comunidad financiera, con el consiguiente encarecimiento para el servicio de la deuda, porque los inversores incurren en costos al tratar de controlar e interpretar los objetivos y el marco de política económica del gobierno, y quizá exijan primas más elevadas debido a esa incertidumbre.

⁸Véase el Código PMF, 1.2, 1.3 y 5.2.

⁹Véase el Código PMF, 1.3 y 5.1.

2.2 Procedimiento abierto para la elaboración de la política de gestión de la deuda y su divulgación

23. Se darán a conocer públicamente los aspectos sustanciales de las operaciones de gestión de la deuda. En el *Código de buenas prácticas para la transparencia fiscal: Declaración de principios* se destaca la importancia y necesidad de un marco jurídico y administrativo claro para la gestión de la deuda, que comprenda mecanismos de coordinación y gestión de la actividad presupuestaria y extrapresupuestaria.

24. Todos los participantes deberán conocer claramente los reglamentos y procedimientos de distribución primaria de los valores públicos, incluidas la estructura de las licitaciones y las reglas de participación, la formulación de ofertas y la asignación. También se divulgarán las normas de otorgamiento de licencias a los agentes primarios (si se ha dispuesto la participación de los mismos) y a otros agentes de intermediación de valores públicos oficialmente designados; en ese contexto se revelarán los criterios de selección y los derechos y obligaciones de los agentes¹⁰. Deberán darse a conocer públicamente las reglas y procedimientos referentes a las operaciones en valores públicos en el mercado secundario, inclusive toda intervención del banco central como agente en las operaciones de gestión de la deuda del gobierno¹¹.

2.3 Disponibilidad pública de información sobre la política de gestión de la deuda

25. Se proporcionará al público información sobre la actividad presupuestaria pasada, presente y prevista, comprendido el financiamiento, y sobre la posición financiera consolidada del gobierno. Es importante divulgar la información sobre flujos y saldos de la deuda pública (si es posible tanto en valores de caja como en valores devengados)¹². Los mercados de capital liberalizados reaccionan con presteza ante nuevas informaciones y sucesos, y en los mercados más eficientes los participantes reaccionan frente a la información, publicada o no. Los participantes en el mercado tratarán de inferir información que no haya sido divulgada, y es probable que el emisor nada gane, a largo plazo, reteniendo información significativa referente, por ejemplo, al volumen y fecha estimados de una nueva emisión de instrumentos de deuda. Por lo tanto, casi todos los gestores de la deuda publican regularmente el programa de empréstitos nacionales previstos. Algunos utilizan un patrón fijo para las nuevas emisiones, aunque se reservan el derecho de modificar cantidades y vencimientos hasta una o dos semanas antes de la licitación.

26. El gobierno informará periódicamente sobre el volumen y la composición de sus activos financieros y deuda, comprendidos moneda de expresión, plazos de vencimiento y estructura de las tasas de interés¹³. Deberá divulgarse regularmente la posición financiera

¹⁰Véase el Código PMF, 6.1.3.

¹¹Véase el Código PMF, 1.3.

¹²Véase el Código TF, sección II y el Código PMF, sección VII.

¹³Véase el Código TF, 2.2.

del sector público¹⁴. Cuando existan pasivos contingentes (que obedezcan, por ejemplo, a fondos explícitos de garantía de depósitos patrocinados por el gobierno) la información sobre costo y aspectos de riesgo se publicará en la medida de lo posible en las cuentas públicas¹⁵. También es importante dar a conocer claramente en el momento de una emisión el régimen tributario que afecta a esos valores públicos. Lo mismo cabe decir de los objetivos y del costo fiscal de las concesiones tributarias, si es el caso, de que gocen los valores públicos.

27. La transparencia y una política económica bien concebida pueden considerarse como elementos complementarios. No obstante, en el *Código de buenas prácticas para la transparencia en las políticas monetaria y fiscal: Declaración de principios*, se admiten circunstancias en las que pueda ser conveniente reducir esa transparencia¹⁶. Quizá un gobierno no desee publicar su estrategia de determinación de precios antes de una operación de recompra de deuda, para evitar que la evolución de los precios le sea desfavorable. Sin embargo, en lo que hace a las operaciones de gestión de la deuda es de prever que este tipo de limitaciones sea poco frecuente.

2.4 Rendición de cuentas y seguridades de integridad en los organismos responsables de la gestión de la deuda

28. Las actividades de gestión de la deuda serán auditadas anualmente por auditores externos. El marco de responsabilidad en la gestión de la deuda se verá reforzado por la divulgación de la auditoría de las operaciones de gestión de la deuda¹⁷. Los estados financieros del gobierno se auditarán regularmente y se publicarán conforme a un calendario ya anunciado, incluyéndose información sobre el gasto y el ingreso de las operaciones¹⁸. Un organismo nacional de auditoría, como el encargado de auditar las operaciones del gobierno, facilitará informes oportunos sobre la integridad financiera de las cuentas del gobierno central. Además deberá auditarse regularmente el desempeño de los gestores de la deuda y de los sistemas y procedimientos de control.

¹⁴Véanse los detalles para la presentación de esta información en el *Manual de estadísticas de las finanzas públicas* (segunda edición, borrador, diciembre de 2000). El Grupo Interinstitucional de Trabajo sobre Estadísticas Financieras (GITEF) está elaborando un marco para la presentación de estadísticas de la deuda externa. Véase *Estadísticas de la deuda externa: Guía para compiladores y usuarios* (GITEF, borrador, marzo de 2000).

¹⁵En la sección 5.2 se examina en mayor detalle el tema de la divulgación de información sobre los pasivos contingentes.

¹⁶Véase el Código PMF, Introducción.

¹⁷Véase el Código PMF, 1.2, 1.3, secciones IV y VIII.

¹⁸El proceso de auditoría puede diferir en función de la estructura institucional de las operaciones de gestión de la deuda.

3. Marco institucional

3.1 *Gobernación*

29. **El marco legal debería establecer claramente la competencia para contraer deudas y emitir nuevos instrumentos de deuda, y para invertir y realizar transacciones en nombre del gobierno.** La ley definirá claramente la competencia para contraer deudas¹⁹. Las buenas prácticas de gestión pública constituyen un componente importante de la gestión de la deuda soberana, dada la magnitud de las carteras de deuda pública.

30. La solidez y credibilidad del sistema financiero se verá respaldada si hay seguridades de que la gestión de la cartera de deuda pública se hace en forma prudente y eficiente. Además, las contrapartes necesitan saber que los administradores de la deuda soberana están jurídicamente facultados para representar al gobierno, y que éste respalda las transacciones que efectúen los órganos de gestión de la deuda soberana. Un importante atributo del marco jurídico es la potestad para realizar nuevas emisiones de deuda, y de esa potestad se dispone normalmente en forma de leyes que facultan el endeudamiento hasta un límite preestablecido o sujeto a un tope máximo.

31. **Se especificará claramente el marco institucional para la gestión de la deuda, asegurándose la adecuada articulación de mandatos y funciones**²⁰. El marco jurídico estará respaldado por la delegación de atribuciones pertinentes a los gestores de la deuda. La experiencia indica que existe una gama de alternativas institucionales para distribuir las funciones de gestión de la deuda soberana entre uno o más organismos, incluidos los siguientes: ministerio de Hacienda, banco central, organismo autónomo de gestión de la deuda y una depositaria central²¹. Sea cual fuere el enfoque que se adopte, es esencial especificar claramente el marco institucional de la gestión de la deuda, la coordinación y el intercambio de información, además de determinar claramente las facultades que corresponden a cada uno²².

32. Muchas autoridades gestoras de la deuda pública presentan informes anuales sobre su cometido; en ellos se pasa revista a las actividades del año transcurrido, y se incluye un panorama general de los planes de endeudamiento para el ejercicio corriente basado en las proyecciones presupuestarias anuales. Esos informes permiten que la rendición de cuentas de dichas autoridades sea más eficaz, y son útiles en los mercados financieros, ya

¹⁹Véase también el Código TF, 1.2.

²⁰Véase también la sección 2.1 de las directrices y el Código PMF, 5.2.

²¹En unos pocos países se han privatizado determinados componentes de la gestión de la deuda dentro de límites claramente definidos, lo que comprende, por ejemplo, algunas funciones auxiliares y la gestión del saldo de la deuda en moneda extranjera.

²²Si se encomienda al banco central el cometido principal de la gestión de la deuda será necesario determinar claramente, y mantener separados, los objetivos de gestión de la deuda de, sobre todo, los de la política monetaria.

que divulgan los criterios utilizados para orientar el programa de la deuda, los supuestos y las compensaciones en que se fundan dichos criterios y la medida en que los gestores de la deuda los cumplen.

3.2 *Gestión de las operaciones internas*

33. El riesgo de que el gobierno sufra pérdidas como resultado de un control operativo deficiente se gestionará conforme a las buenas prácticas empresariales; esto comprende responsabilidades bien definidas para los funcionarios y mecanismos claros de seguimiento, control e información. El riesgo operativo provocado por controles inadecuados e inobservancia de las medidas de política puede entrañar graves pérdidas para el gobierno y empañar la reputación de los gestores de la deuda. Es esencial que se apliquen prácticas adecuadas de seguimiento y control de riesgos para reducir el riesgo operativo.

34. En general el cometido de gestión de la deuda está a cargo de servicios principales y auxiliares, a los que corresponden funciones y responsabilidades bien diferenciadas y distintas líneas jerárquicas. Habitualmente, los servicios principales se encargan de realizar transacciones en los mercados financieros, como la gestión de licitaciones y otras modalidades para la obtención de créditos, aparte de las demás operaciones de financiamiento. Es importante que la ejecución de una transacción de mercado y el registro de la misma en el sistema contable estén a cargo de distintas personas. Los servicios auxiliares se ocupan del pago de las transacciones y el mantenimiento de los registros financieros. En algunos casos se han establecido servicios intermedios o de gestión de riesgos para analizar el riesgo y realizar el seguimiento e informar sobre los riesgos que pudiera correr la cartera, además de evaluar el desempeño de los gestores de la deuda en función de los puntos estratégicos de referencia que se hayan fijado. Esta división de funciones ayuda a mantener de un lado a quienes establecen y controlan el marco de gestión de riesgos y evalúan el desempeño y, de otro lado, a los responsables de ejecutar las transacciones de mercado. Cuando los servicios de gestión de la deuda (por ejemplo, los servicios de registro y la licitación) están a cargo del banco central en nombre de las autoridades gestoras de la deuda pública, las atribuciones y la rendición de cuentas de cada uno, y el acuerdo sobre normas de servicio, podrán formalizarse mediante convenio institucional entre el banco central y las demás autoridades.

35. La gestión de la deuda pública exige un personal que combine el conocimiento de los mercados financieros (gestión de cartera y análisis de riesgos) con la capacidad administrativa pública. Sea cual fuere la estructura institucional que se adopte, y para mitigar el riesgo operativo, será esencial estar en condiciones de captar y mantener personal apto para la gestión de la deuda. Esto puede ser muy difícil en muchos países, sobre todo si existe una fuerte demanda de esos técnicos en el sector privado, o escasez general de personas capacitadas en ese campo. La inversión en capacitación puede contribuir a paliar estos problemas, pero si hay grandes diferencias salariales entre lo que paga el sector público y el sector privado por el personal capacitado en estas tareas, los gestores de la deuda pública encontrarán frecuentemente que les es difícil conservar ese personal.

36. Las actividades de gestión de la deuda estarán respaldadas por un sistema fidedigno y completo de gestión de la información con las debidas salvaguardias. Los países que inician el desarrollo de capacidad para la gestión de la deuda pública tienen que conceder alta prioridad al establecimiento de sistemas fidedignos de información y declaración de datos de la deuda. Se necesitan no sólo para elaborar los datos de la deuda y asegurar el pago oportuno del servicio de la deuda, sino también para mejorar la calidad de la información presupuestaria y la transparencia de las cuentas financieras públicas. El sistema de información deberá captar todos los flujos de caja pertinentes y estar plenamente integrado en el sistema de contabilidad del gobierno. Aunque estos sistemas son esenciales para la gestión de la deuda y el análisis del riesgo, su introducción suele plantear graves dificultades —en cuanto a gastos y tiempo de gestión— a los gestores de la deuda. No obstante, el costo y complejidad del sistema deberá ajustarse a las necesidades de la organización.

37. El personal que tome parte en la gestión de la deuda estará sujeto a un código de conducta y a directrices sobre conflicto de intereses en relación con la gestión de asuntos financieros personales. Se obvia así el temor de que los intereses financieros personales de los funcionarios puedan socavar la aplicación de las prácticas adecuadas de gestión de la deuda.

38. Se establecerá un procedimiento adecuado para la recuperación de información sobre operaciones, con objeto de mitigar el riesgo de que los desastres naturales, los disturbios sociales o los actos de terrorismo perturben gravemente la actividad de gestión de la deuda. Como la emisión de instrumentos de deuda pública depende cada vez más de la eficiencia y seguridad de la contabilidad electrónica, es esencial establecer procedimientos generales de recuperación de los datos sobre operaciones, sin olvidar los sistemas de respaldo y control, a fin de asegurar que la gestión de la deuda pública no se interrumpa, que se mantiene la integridad de los registros de propiedad de los instrumentos de deuda y que se infunde plena confianza a los tenedores de los mismos en lo que hace a la seguridad de las inversiones.

4. Estrategia para la gestión de la deuda

39. Se controlarán y evaluarán cuidadosamente los riesgos inherentes a la estructura de la deuda pública. Todo riesgo se mitigará en la medida de lo posible alterando la estructura de la deuda, aunque teniendo en cuenta el costo que ello represente. En el recuadro 2 se resumen algunos de los escollos que presenta la gestión de la deuda soberana. Para gestionar esos riesgos pueden aplicarse diversas medidas e instrumentos.

40. Para identificar y gestionar el riesgo de mercado se analizan las características financieras del ingreso fiscal y de otros flujos de caja con que cuenta el gobierno para atender el servicio de su endeudamiento, y se selecciona una cartera de obligaciones que corresponda a esas características en la mayor medida posible. Si se dispone de ellos, los instrumentos de cobertura pueden utilizarse para lograr que el perfil de costo y riesgo de la cartera de instrumentos de deuda se acerque lo más posible a la estructura que se prefiera.

Recuadro 2. Algunos escollos de la gestión de la deuda

1. *Mayor vulnerabilidad de la situación financiera del gobierno por un incremento del riesgo, aunque signifique costo y déficit menores a corto plazo.* Los responsables de la gestión de la deuda deben abstenerse de exponer sus carteras al riesgo de enormes o catastróficas pérdidas, por poco probables que sean, en un intento de obtener un ahorro marginal del costo que parezca de relativo “bajo riesgo”.
 - Estructura de vencimientos. Se plantea al gobierno un problema de elección intertemporal entre los costos a corto y a largo plazo que deberán administrarse con prudencia. Si, recurre excesivamente, por ejemplo, a instrumentos a corto plazo o con tasa de interés variable para aprovechar que las bajas tasas de interés a corto plazo, puede quedar expuesto a la variabilidad y el posible aumento del costo del servicio de la deuda si las tasas de interés suben, y al riesgo de incumplimiento si no pudiera renovar la deuda a cualquier costo. Esto también podría afectar el logro de los objetivos monetarios del banco central.
 - Volumen excesivo de posiciones en moneda extranjera sin cobertura. Esta situación puede darse en múltiples formas; la más común es la emisión directa de un volumen excesivo de instrumentos de deuda denominados en moneda extranjera o indexados en divisas. La práctica puede exponer al gobierno a que el costo del servicio de la deuda sea volátil y quizá creciente si se deprecia el tipo de cambio, y al riesgo de incumplimiento si no pudiera renovar la deuda.
 - Deuda con opción de venta incorporada. La gestión inadecuada de esos instrumentos aumenta la incertidumbre para el emisor, lo que en la práctica acorta la cartera y crea un mayor riesgo de mercado o de renovación.
 - Pasivos contingentes implícitos como las garantías implícitas a instituciones financieras. Si la gestión es deficiente, tienden a plantear consideraciones importantes de riesgo moral.
2. *Prácticas de gestión de la deuda que distorsionan las decisiones privadas, frente a las gubernamentales, y que subestiman el costo real de las tasas de interés.*
 - Deuda garantizada por acciones de empresas de propiedad estatal (EPE) u otros activos. Además de subestimar el costo básico de los intereses puede distorsionar las decisiones sobre gestión de los activos.
 - Deuda garantizada por fuentes específicas de ingreso tributario futuro. Si se compromete una corriente futura de ingreso tributario para cubrir pagos específicos de la deuda, el gobierno puede sentirse menos inclinado a llevar a cabo reformas que afecten a ese ingreso, aunque la reforma mejore el sistema tributario.
 - Deuda total o parcialmente exenta de impuestos. Se utiliza esta práctica para promover la colocación de la deuda pública. El impacto en el déficit es incierto, ya que dependerá de la tasa sobre los activos alternativos y de si es igual o no a la tasa de rendimiento después de impuestos de los valores públicos gravados y de los que están exentos.
3. *Declaración falsa del nivel de pasivos contingentes o de deuda garantizada.* Esta práctica puede subestimar el nivel real de los pasivos del gobierno.
 - Coordinación o procedimientos inadecuados en relación con el endeudamiento de niveles inferiores de gobierno, que pudiera estar garantizado por el gobierno central o por empresas de propiedad estatal.
 - Condonación repetida de la deuda de niveles inferiores de gobierno o de empresas de propiedad estatal.
 - Garantía de préstamos con alta probabilidad de que se exija su reembolso (sin que se disponga de fondos presupuestarios).

Recuadro 2. Algunos escollos de la gestión de la deuda (conclusión)

4. *Utilización de canales de financiamiento ajenos al mercado.* En algunos casos esta práctica puede ser claramente distorsionante.
 - Acuerdos especiales con el banco central para el crédito concesionario, incluidos sobregiros o letras de Tesorería especiales con tasa de interés igual a cero, o baja.
 - Crédito forzado por parte de los proveedores mediante atrasos en los pagos, emisión de pagarés y acuerdos de crédito vinculado. Esta práctica tiende a incrementar el nivel del gasto público.
 - Creación de un mercado cautivo para los valores públicos. Por ejemplo, en algunos países el plan público de pensiones está obligado a adquirir valores públicos. En otros casos, los bancos tienen que adquirir deuda pública por un determinado porcentaje de los depósitos. Si bien algunas modalidades de coeficiente de activos líquidos pueden ser instrumento prudencial útil para la gestión de la liquidez, también pueden distorsionar el costo del servicio de la deuda y el desarrollo del mercado financiero.
5. *Control o registro inadecuados de la contratación, titulares y pago de la deuda.* Significa que el gobierno no controla como debe la base tributaria ni el saldo de la deuda pendiente.
 - Omisión del registro de los intereses implícitos en la deuda a largo plazo con tasa de interés cero. Si bien favorece la posición de caja del gobierno, la omisión del interés implícito lleva a que se subestime el déficit.
 - Facultades demasiado amplias para poder endeudarse. Puede obedecer a que no se exija la comunicación parlamentaria de la deuda contraída, o a que no se haya fijado límite para el empréstito o el endeudamiento. No obstante, las autoridades deberán garantizar que se atiende el servicio de toda deuda contraída.
 - Controles inadecuados sobre el nivel de endeudamiento. En algunos países, las deficiencias de comunicación interna y una documentación insuficiente han llevado a que la emisión de deuda sobrepasara el tope oficial aprobado.
 - Costoso trámite jurídico para ciertas formas de empréstito. En algunos países, la circunstancia de que los empréstitos a largo plazo conlleven un trámite jurídico más costoso que los empréstitos a corto plazo ha conducido al recurso desproporcionado a la deuda a corto plazo, lo que acentúa el riesgo de renovación.

41. Los gobiernos de algunos países de mercado emergente harían bien en aceptar primas por riesgo de liquidez más elevadas al objeto de mantener controlado el riesgo de renovación, pues concentrar la deuda en emisiones de referencia a lo largo de los puntos clave de la curva de rentabilidad puede hacer que el riesgo sea mayor. En cambio, la reapertura de valores ya emitidos para crear emisiones de referencia puede dar más liquidez de mercado y, por lo tanto, reducir la prima por riesgo de liquidez sobre la rentabilidad de los valores públicos y reducir el costo del servicio de la deuda pública. Los gobiernos interesados en realizar emisiones de referencia mantienen por lo general activos financieros líquidos, distribuyen el perfil de vencimientos de la cartera de la deuda a lo largo de la curva de rentabilidad y utilizan recompras de deuda interna, canjes o *swaps* de emisiones anteriores por emisiones nuevas para gestionar el riesgo de renovación conexo.

42. Algunas de las autoridades encargadas de la gestión de la deuda desempeñan también funciones de gestión de la Tesorería²³. En los países en que los gestores de la deuda se ocupan también de la gestión de los activos líquidos, se ha adoptado un enfoque de varias vías para la gestión del riesgo crediticio inherente a las inversiones efectuadas en activos financieros líquidos y a las transacciones en instrumentos financieros derivados²⁴. En los países en que las clasificaciones crediticias están ampliamente difundidas, los gestores de la deuda deberán invertir únicamente en las que hayan sido clasificadas por empresas clasificadoras que cumplan requisitos mínimos preestablecidos. No obstante, todos los gobiernos deberán establecer límites de concentración crediticia para cada contraparte que tengan en cuenta la concentración financiera consolidada del gobierno, tanto efectiva como contingente, frente a esa contraparte por concepto de operaciones de gestión de la deuda y las reservas de divisas. El riesgo crediticio también puede gestionarse si se mantiene una cartera diversificada que incluya varias contrapartes financieras aceptables, o si se suscriben acuerdos de garantía. El riesgo de impago se controla manteniendo procedimientos y facultades claramente documentados para los pagos y, frecuentemente, fijando límites por banco al volumen de los pagos que la entidad puede tramitar.

43. Para orientar mejor las decisiones sobre endeudamiento y reducción del riesgo que recae sobre el gobierno, los gestores de la deuda considerarán las características del riesgo financiero y de otro tipo que presentan los flujos de caja públicos. En vez de limitarse a examinar la estructura de la deuda por separado, varios gobiernos han descubierto que vale la pena considerar la gestión de la deuda en el contexto más amplio del balance del gobierno y del carácter de los ingresos y los flujos de caja. Se elabore o no ese balance, todos los gobiernos lo mantienen conceptualmente, y considerar los riesgos financieros y de otro género que afectan a los activos del gobierno ofrecerá a los gestores de la deuda información importante para la gestión del riesgo de la cartera de deuda pública. Por ejemplo, el análisis conceptual del balance del gobierno puede brindar a los gestores de la deuda información útil para determinar en qué medida la estructura monetaria de la deuda es compatible con los ingresos y flujos de caja con que cuenta el gobierno para atender el servicio de la deuda. En la mayoría de los países los ingresos serán principalmente tributarios y por lo general denominados en moneda local. En ese caso el riesgo por el balance del gobierno podría reducirse emitiendo deuda en valores principalmente a largo plazo, con tasa de interés fija y en moneda nacional. En los países sin mercados internos adecuadamente desarrollados, puede que esto no sea factible, y los gobiernos suelen tener que optar entre emitir deuda interna a corto plazo o indexada, o deuda en moneda extranjera. También deberán tener en cuenta aspectos como el

²³En algunos países los gestores de la deuda se ocupan también de la gestión de algunos activos de reserva en divisas.

²⁴Los instrumentos financieros derivados que suelen utilizar los gestores de la deuda son las permutas (*swaps*) de tasas de interés y de divisas. Las primeras permiten reajustar la posición de la cartera de instrumentos de deuda de cara al riesgo de tasas de interés, por ejemplo, convirtiendo sintéticamente una obligación de tasa de interés fija en una obligación de tasa de interés variable. De igual manera, se puede utilizar una permuta de divisas para cambiar sintéticamente la posición en divisas de una obligación de deuda. Además algunos países han emitido instrumentos de deuda con opciones de compra o venta incorporadas.

desplazamiento de prestatarios del sector privado y las dificultades a que da lugar la emisión en moneda extranjera en las economías muy dolarizadas. No obstante, el análisis financiero del ingreso y los flujos de caja del gobierno representa una base sólida para medir el costo y riesgo de las estrategias factibles para gestionar la cartera del gobierno. En el recuadro 3 se resume el método de gestión de activos y pasivos.

44. Algunos países han ampliado este enfoque para incluir otros activos y pasivos del gobierno. Por ejemplo, en algunos países en los que las reservas de divisas se financian mediante endeudamiento en moneda extranjera, los gestores de la deuda han reducido el riesgo de balance del gobierno haciendo que la composición monetaria de la deuda que respalda las reservas, una vez consideradas las transacciones en instrumentos derivados y otras transacciones de cobertura, refleje la composición monetaria de las reservas. Otros países, en cambio, no han adoptado esta práctica por motivos de metas cambiarias y de marco institucional, incluidos los aspectos de intervención y otras cuestiones relacionadas con las funciones y la autonomía del banco central.

45. Los gestores de la deuda tendrán en cuenta y gestionarán cuidadosamente el riesgo cambiario y la deuda a corto plazo o con tasa de interés variable. Las estrategias de gestión de la deuda en que se recurra con exceso a la deuda en moneda extranjera o indexada en divisas y a la deuda a corto plazo o con tasa de interés variable son muy arriesgadas. Por ejemplo, si bien la deuda en moneda extranjera puede parecer, *ex ante*, menos costosa que la deuda en moneda nacional con un mismo plazo de vencimiento (que puede entrañar un mayor riesgo de liquidez, así como primas de liquidez), puede ser que resulte más cara si los mercados de capital son inestables o el tipo de cambio se deprecia. Por otra parte, los gestores de la deuda deberán tener en cuenta que el régimen cambiario elegido puede afectar a los vínculos entre gestión de la deuda y política monetaria. Por ejemplo, la deuda en moneda extranjera puede parecer menos costosa en un régimen de tipo de cambio fijo, pues ese régimen limita la volatilidad cambiaria. Ahora bien, puede resultar muy arriesgada si el régimen cambiario se tornara insostenible.

46. La deuda a corto plazo o con tasa de interés variable (denominada en moneda nacional o extranjera) que, *ex ante*, puede parecer menos costosa a largo plazo en condiciones de curva de rentabilidad de pendiente positiva, puede hacer recaer sobre el gobierno un riesgo considerable de renovación. Además podría limitar la capacidad del banco central para elevar las tasas de interés si desea hacer frente a la inflación o respaldar el tipo de cambio, pues puede temer el impacto a corto plazo sobre la situación financiera del gobierno. Sin embargo, estas medidas pueden ser apropiadas desde el punto de vista de la gestión macroeconómica y, al reducir las primas de riesgo, podrían contribuir a que las tasas de interés fueran más bajas a largo plazo. Se agravaría la vulnerabilidad macroeconómica en caso de súbita variación del sentir del mercado respecto a la capacidad de reembolso del gobierno, o si el contagio proveniente de otros países suscita una subida pronunciada de las tasas de interés. Muchos gobiernos con economías de mercado emergente mantienen un nivel excesivo de endeudamiento a corto plazo y con tasas de interés variable. No obstante, también es arriesgado recurrir excesivamente al financiamiento a largo plazo y tasa de interés fija si, en algunas circunstancias, tentara al gobierno a deflactar el valor real de ese endeudamiento provocando una inflación sorpresiva. Todo aspecto de este tipo se reflejará en el costo

Recuadro 3. Gestión de activos y pasivos

Algunos gobiernos están tratando de emular a las empresas que han gestionado con éxito su actividad básica y riesgo financiero. Por ejemplo, los intermediarios financieros procuran gestionar el riesgo operativo y financiero haciendo coincidir las características financieras de su pasivo con las de su activo (para las operaciones dentro y fuera del balance), a la luz de los objetivos operativos básicos. Este enfoque se conoce como gestión de activos y pasivos (GAP). Por ejemplo, las operaciones de una compañía de seguros de vida consisten en vender pólizas de seguros de vida, cuya estructura prevista de pagos a largo plazo es relativamente estable, según indican las tablas actuariales de mortalidad prevista. Para minimizar el riesgo financiero, la compañía invertirá el producto de la venta de las pólizas en activos a largo plazo de modo que coincidan con los pagos previstos en función de las pólizas.

En algunos aspectos, un gobierno se asemeja a una compañía privada. Recibe ingresos —de los contribuyentes y de otras fuentes— y los utiliza para cubrir sus gastos operativos, efectuar pagos de transferencia, adquirir divisas, invertir en infraestructuras públicas y empresas de propiedad estatal y cubrir el costo del servicio de la deuda. También puede conceder préstamos y garantías expresas e implícitas. Las diversas operaciones gubernamentales se realizarán para alcanzar una amplia gama de objetivos macroeconómicos, regulatorios, de defensa nacional y de política social. No obstante, en sus operaciones, el gobierno incurre en riesgos financieros y crediticios que se pueden gestionar considerando los distintos tipos de riesgo que presentan los activos y pasivos.

Existen también diferencias importantes entre el papel del gobierno y el de las compañías privadas. Si bien algunos gobiernos han tratado de elaborar un balance que cuantifique el valor de su activo y pasivo, y la mayor parte de los gobiernos quizás intente hacerlo en el futuro, no es algo esencial a los efectos del método GAP. Más bien, el objetivo de dicho método consiste en considerar los diversos tipos de activo y de pasivo cuya gestión realiza el gobierno, y establecer si de las características financieras propias de los activos se extrae información a efectos de gestión del costo y riesgo de los pasivos. En el marco de ese análisis se examinan las características financieras del flujo de caja de los activos y, en la medida de lo posible, se seleccionan pasivos con características coincidentes para así suavizar el impacto presupuestario que una perturbación que surja pueda tener en el costo del servicio de la deuda. Si fuera imposible, o demasiado costoso, lograr una coincidencia plena, el análisis de los flujos de caja servirá de base para medir el riesgo de la cartera de pasivos y determinar las compensaciones costo/riesgo.

Utilizar un marco teórico GAP para resolver el problema de la gestión de la deuda puede ser útil por varias razones. Como mínimo, basa el análisis de costos y riesgos de la cartera de instrumentos de deuda del gobierno en un análisis del ingreso fiscal que puede utilizarse para atender el servicio de esa deuda, que en la mayoría de los casos depende del ingreso tributario. Ello permite que los encargados de la gestión de la deuda pública examinen los otros tipos de carteras de activos y pasivos que gestiona el gobierno, aparte del ingreso tributario y la cartera de instrumentos directos de deuda. Evaluar los principales riesgos que afectan a esas carteras puede ayudar a un gobierno a elaborar una estrategia general que contribuya a reducir el riesgo global de su balance. El enfoque GAP constituye también un marco útil para considerar los aspectos de gobernación en la gestión del balance del gobierno. Por ejemplo, podría examinarse la conveniencia de que el gobierno mantenga determinados bienes y servicios en el ámbito público, así como la estructura orgánica óptima para la gestión de los activos.

El enfoque GAP para la gestión de la posición del gobierno ante el riesgo financiero se analiza en forma más detallada en la publicación de próxima aparición del Banco Mundial titulada *Sound Practice in Sovereign Debt Management*.

corriente y futuro de la obtención de fondos. Por otra parte, una desinflación imprevista incrementará la carga real *ex post* del servicio de la deuda, sometiendo a tensiones a los países que, por soportar una carga de la deuda ya pesada, deban pagar una mayor prima de riesgo.

47. Si un país carece de un mercado bien desarrollado para la deuda en moneda nacional, quizá le sea imposible al gobierno emitir a un costo razonable la deuda a largo plazo en moneda nacional y tasa de interés fija y, en consecuencia, tendría que elegir entre endeudamiento arriesgado a corto plazo o con tasa de interés variable en moneda nacional o deuda a largo plazo, también arriesgada, en moneda extranjera. Aun así, dado el potencial de considerables pérdidas económicas si el gobierno no pudiera renovar la deuda, deberá estudiarse atentamente el riesgo de renovación, que puede reducirse si se alargan los vencimientos de la nueva emisión de deuda. Entre las opciones para alargar los vencimientos figuran la emisión de deuda con tasa de interés variable, la deuda en moneda extranjera o indexada en divisas y la deuda indexada por la inflación²⁵. A medio plazo, una estrategia para el desarrollo del mercado de deuda en moneda nacional suavizará esa limitación y permitirá que se emita una estructura de deuda con menor riesgo, que se reflejaría en la estrategia general de gestión de la deuda. En este sentido, el incremento gradual de los plazos de vencimiento de las nuevas emisiones de deuda en moneda nacional y tasa de interés fija puede elevar el costo a corto plazo, pero reduce el riesgo de renovación y frecuentemente constituye un paso importante hacia el desarrollo del mercado de deuda en moneda nacional. Ahora bien, en la medida de lo posible, deberá evitarse una estructura de la deuda que entrañe flujos de fondos con variaciones muy pronunciadas.

48. Se aplicarán programas de gestión de caja que sean eficaces en función del costo para que las autoridades puedan considerar con un elevado grado de certeza que las obligaciones financieras del gobierno se satisfarán a medida que vayan haciéndose exigibles. Reconocer la necesidad de que la gestión de caja sea eficaz en función del costo significa admitir que la “ventanilla de oportunidad” para la emisión de nuevos valores no coincidirá necesariamente con el momento del gasto programado.

Concretamente, si un gobierno carece de acceso seguro a los mercados de capital, los activos financieros líquidos y las líneas de crédito contingentes pueden dar flexibilidad a las operaciones de gestión de la deuda y de caja si surgieran perturbaciones temporales en los mercados financieros. Estos instrumentos permiten que el gobierno cumpla sus obligaciones y dan flexibilidad para absorber perturbaciones en caso de interrupción temporal o alto costo del crédito en los mercados de capital. Sin embargo, los activos líquidos constituyen una fuente de fondos más segura que las líneas de crédito incondicionales o contingentes, ya que las instituciones financieras llamadas a proporcionar financiamiento en el marco de esas líneas pueden tratar de evitar que su exposición al riesgo se incremente, quedando privado el gobierno de acceso a otras líneas de crédito. Ahora bien, algunos gobiernos que sí poseen acceso seguro a los mercados de

²⁵ Aunque el riesgo de renovación puede reducirse mediante estos instrumentos a más largo plazo, el corto *plazo de duración* de las tasas de interés variable y de la deuda indexada continuará exponiendo al emisor a la variabilidad potencial del costo del servicio de la deuda.

capital prefieren reducir al mínimo sus tenencias de activos financieros líquidos y recurrir, en cambio, a un endeudamiento a corto plazo y a servicios de sobregiro para gestionar la fluctuación diaria de su corriente de ingresos y efectivo. La gestión acertada de caja tiene que estar respaldada por una infraestructura eficiente de pagos y compensación, que a menudo se basa en títulos sin soporte físico y un registro centralizado para los asientos contables.

49. Por su naturaleza, la gestión acertada de caja combina elementos de gestión de la deuda y de las operaciones monetarias. En algunos países en desarrollo especialmente, en los que no se les concede alta prioridad, las prácticas deficientes o inadecuadas de gestión de caja han tendido a obstaculizar las operaciones eficientes de gestión de la deuda y el desempeño de la política monetaria²⁶. Pese a la conveniencia de una separación clara entre la gestión de la deuda y los objetivos y responsabilidades de la política monetaria, la búsqueda de liquidez es un desafío para **los gestores** de caja, que podría enfrentarse más fácilmente si las funciones de gestión de la deuda y de caja se integran en la misma institución, o existe una estrecha colaboración entre los responsables²⁷. Si las funciones de gestión de caja y de la deuda se desempeñan por separado, por ejemplo, en el banco central y la Tesorería o el Ministerio de Hacienda, respectivamente, es de suma importancia que exista una coordinación estrecha y flujo de información en ambos sentidos para evitar conflictos a corto plazo entre las operaciones de deuda y las monetarias. La delimitación clara de responsabilidades institucionales, apoyada en un acuerdo formal de servicios a prestar entre el banco central, la Tesorería y **los gestores** de la deuda, en la medida que sea pertinente, contribuirá a que las prácticas de gestión de caja sean las atinadas.

50. También puede ser útil adoptar medidas apropiadas sobre las reservas oficiales de divisas al objeto de incrementar el margen de maniobra con que cuenta el gobierno para atender sus obligaciones financieras en caso de perturbaciones económicas y financieras. En el recuadro 4 se resumen algunos indicadores macroeconómicos que se podrán utilizar como punto de partida para evaluar la vulnerabilidad externa de un país²⁸. En términos generales cabe señalar que el nivel de las reservas de divisas deberá establecerse en función del acceso del gobierno a los mercados de capital, del régimen cambiario, de los parámetros fundamentales de la economía del país y su vulnerabilidad a las perturbaciones económicas y financieras, del costo de mantenimiento de reservas y de la magnitud de la deuda a corto plazo en moneda extranjera pendiente de reembolso. Los gobiernos que carezcan de acceso seguro a los mercados internacionales de capital podrían considerar la posibilidad de mantener reservas en proporción adecuada a la deuda externa del país a corto plazo, independientemente de que los instrumentos de deuda estén

²⁶ El atraso en los pagos es un ejemplo común de gestión de caja deficiente; véase el recuadro 2.

²⁷ Véase la directriz 1.3.

²⁸ En “Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability” (SM/00/65, 23-III-00) aparece información adicional sobre las razones que llevan a mantener reservas de divisas y los factores que influyen en la suficiencia de las reservas con diferentes regímenes cambiarios.

en manos de residentes o de no residentes. Además, gobiernos y encargados de la gestión de la deuda deberán tener en cuenta ciertos indicadores específicos de la situación de la deuda pública. La relación entre la deuda, por un lado, y el PIB y los ingresos tributarios, por otro, parecen muy importantes para la gestión de la deuda pública, de la misma manera que son importantes los indicadores como el coeficiente de servicio de la deuda, la tasa de interés media, los diversos indicadores sobre vencimientos y los indicadores de la composición de la deuda.

5. Marco para la gestión del riesgo

51. **Se establecerá un marco que permita a los gestores de la deuda identificar y sopesar las compensaciones entre costo y riesgo previstos de la cartera de instrumentos de deuda pública.** El costo de la deuda pública incluye dos componentes: 1) el costo financiero, que suele ser el que corresponde al servicio de la deuda en el medio a largo plazo (y que puede medirse en relación con el impacto que tiene sobre la posición fiscal del gobierno) y 2) el costo potencial en pérdidas económicas reales que pudiera resultar de una crisis financiera si el gobierno tuviera dificultades para renovar la deuda o si incumple²⁹. Para calcular el costo previsto de la deuda en función de una determinada estrategia de gestión de la cartera, el costo del servicio de la deuda se proyecta hacia delante en el medio a largo plazo según los supuestos sobre tasas de interés y tipos de cambio futuros y necesidades futuras de financiamiento. Para minimizar el sesgo de selección entre diferentes estrategias, algunos gobiernos emplean supuestos “neutrales respecto del mercado” para las tasas de interés y los tipos de cambio futuros, es decir, basados en indicadores del mercado para tasa y tipos a plazo, o simples supuestos de que no habrá variaciones. El costo previsto podrá evaluarse tanto en función del impacto financiero proyectado sobre el presupuesto público como de otros indicadores de la posición fiscal, y podrá considerarse también el posible costo real si el servicio de la deuda proyectado fuera potencialmente insostenible debido a su impacto en las tasas tributarias futuras o en los programas públicos, o si existe la posibilidad de incumplimiento.

52. El riesgo de mercado se mide seguidamente en función del incremento potencial del costo del servicio de la deuda debido a variaciones de la tasa de interés o del tipo de cambio en relación con el costo previsto. Se tendrán también en cuenta las pérdidas económicas reales que pudieran resultar de ese incremento del costo o de si el gobierno no pudiera renovar la deuda. Habitualmente, **los gestores** de la deuda soberana manejan varios tipos de riesgo, que se resumen en el recuadro 1. Un papel importante que desempeñan **los gestores** de la deuda consiste en identificar esos riesgos, evaluar en lo

²⁹ La mayoría de los países mide el costo financiero y el riesgo de la deuda pública en el medio a largo plazo en función de la corriente futura del costo nominal del servicio de la deuda. Sin embargo, para los países que gestionan activamente su cartera de deuda para sacar un beneficio de las variaciones previstas en las tasas de interés y los tipos de cambio, que sean distintas de las que están implícitas en los precios corrientes del mercado, el rendimiento neto de su posición se mide frecuentemente en función de las variaciones del valor de mercado de la cartera, mientras que el riesgo se mide en función de la varianza de dichas variaciones.

Recuadro 4. Examen general de los indicadores de vulnerabilidad externa

Indicadores de suficiencia de las reservas	Descripción
Relación entre las reservas y la deuda externa a corto plazo	Es el principal indicador de la suficiencia de las reservas en los países con acceso importante, pero inseguro, a los mercados de capital. Deberá basarse en una medida de las reservas que se ajuste a la definición de la quinta edición del <i>Manual de Balanza de Pagos</i> , y con las directrices operativas correspondientes a la matriz de reservas de las <i>normas especiales para la divulgación de datos</i> , y en una medida completa de la deuda a corto plazo de los sectores público y privado basada en el plazo hasta el vencimiento.
Relación entre las reservas y la importación	Es una medida útil para determinar la necesidad de reservas de los países que poseen escaso acceso a los mercados de capital; en la práctica establece el nivel de las reservas en función de la magnitud y el grado de apertura de la economía.
Relación entre las reservas y el dinero en sentido amplio	Medida del impacto potencial que tendría la pérdida de confianza en la moneda nacional que conduzca a una fuga de capitales de residentes. Es muy útil si el sector bancario es frágil, si subsisten dudas sobre la credibilidad del régimen cambiario, o ambas cosas. No obstante, hay otras causas posibles de la fuga de capitales.
Indicadores relacionados con la deuda	En general, deberán utilizarse en conjunción con escenarios a mediano plazo, que permiten analizar la sostenibilidad de la deuda en el tiempo y conforme a diversos supuestos alternativos.
Relación entre la deuda externa y la exportación	Indicador útil de la tendencia de la deuda, estrechamente vinculado con la capacidad del país para rembolsar su endeudamiento.
Relación entre la deuda externa y el PIB	Indicador útil para relacionar la deuda con la base de recursos (refleja el potencial para transferir producción a la exportación o a la sustitución de importaciones con el fin de reforzar la capacidad de reembolso).
Promedio de las tasas de interés sobre la deuda externa	Es un indicador útil de las condiciones del crédito obtenido. En conjunción con los coeficientes deuda/PIB y deuda/exportación, y con las perspectivas de crecimiento económico, constituye un indicador clave para evaluar la sostenibilidad de la deuda.
Promedio de los vencimientos	De utilidad para emplearlo con categorías homogéneas, como la deuda del sector público en condiciones no concesionarias, y realizar el seguimiento del proceso de reducción de los plazos de vencimiento o las medidas encaminadas a reducir futuras vulnerabilidades.
Proporción del total de la deuda externa que corresponde a deuda en moneda extranjera	Es un indicador útil del impacto de la variación del tipo de cambio sobre la deuda (efecto balance), sobre todo si se une a información sobre los instrumentos derivados que modifican la composición efectiva de monedas.

Fuente: "Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability" (SM/00/65), FMI, 2000.

posible su magnitud y elaborar la mejor estrategia viable para gestionar las compensaciones entre costo previsto y riesgo. Normalmente, previa aprobación gubernamental, dichos encargados se ocupan de implementar las medidas de gestión de la cartera y del riesgo. Para cumplir esos cometidos deberán tener acceso a diversas proyecciones financieras y macroeconómicas. Además, si se dispone de los datos, deberán tener acceso a las cuentas oficiales de activos y pasivos, en valores de caja o devengados. También necesitan información completa sobre el calendario de pago de cupones y principal, y sobre otras características del endeudamiento público y las proyecciones presupuestarias sobre necesidades futuras de financiamiento.

53. Para evaluar el riesgo, los gestores de la deuda efectuarán regularmente pruebas de tensión de la cartera de deuda que se basarán en las perturbaciones económicas y financieras a las que el gobierno —y en forma más general el país— puedan estar expuestos. Esta evaluación suele realizarse mediante modelos financieros: desde modelos simples basados en escenarios hasta modelos más complejos, en los que se utilizan técnicas estadísticas y de simulación sumamente avanzadas³⁰. En estas evaluaciones, los gestores de la deuda deberán tener en cuenta el riesgo de que el gobierno no consiga renovar la deuda y se vea obligado a incurrir en incumplimiento, lo que supone costos cuyos efectos no recaen únicamente sobre el presupuesto público. Más aún, deberán tener en cuenta la interrelación entre la situación financiera del gobierno y la de los sectores financiero y no financiero en un período de tensión, a fin de que las actividades de gestión de la deuda pública no exacerbén el riesgo que afecta al sector privado³¹. En general, los modelos utilizados deberán permitir que los gestores de la deuda pública efectúen los siguientes tipos de análisis de riesgos:

- Elaborar proyecciones del costo futuro del servicio de la deuda, en el medio a largo plazo, tomando como base los supuestos sobre factores que influyan en la capacidad para atender el servicio de la deuda; por ejemplo, nuevas necesidades de financiamiento, perfil de vencimientos de la masa de deuda; características, en cuanto a tasas de interés y monedas, de la nueva deuda, supuestos sobre tasas de interés y tipos de cambio futuros y evolución de las variables no financieras pertinentes (por ejemplo, en el caso de algunos países, el precio de los productos básicos).
- Generar un “perfil de la deuda”, que incluya los indicadores clave de riesgo de la cartera existente y prevista, a lo largo del horizonte de las proyecciones³².

³⁰ Los modelos complejos de simulación deberán utilizarse con cautela. Las limitaciones de los datos pueden repercutir seriamente en la utilidad de estos modelos, y los resultados que se obtengan podrían depender mucho del modelo empleado y ser sensibles a los parámetros utilizados. Por ejemplo, algunos parámetros se comportan de forma diferente en situaciones extremas o se ven influidos por las medidas de política.

³¹ Naturalmente, los gobiernos deberán, además, adoptar medidas correctoras, como eliminar los sesgos de política económica que pueden inducir al sector privado a asumir riesgos excesivos.

³² Un perfil típico incluirá indicadores tales como la relación entre deuda a corto y a largo plazo, la relación entre deuda en moneda extranjera y en moneda nacional, la

- Calcular el riesgo, tanto financiero como real, del costo futuro del servicio de la deuda, resumiendo el resultado de las pruebas de tensión elaboradas sobre la base de las perturbaciones económicas y financieras a las que puedan verse expuestos el gobierno, y en forma más general, el país. El riesgo se suele medir por el incremento potencial del costo del servicio de la deuda según diferentes escenarios de riesgo frente al costo previsto.
- Resumir el costo y riesgo de las estrategias alternativas para la gestión de la cartera de instrumentos de deuda pública, como base para la adopción de decisiones informadas sobre futuras alternativas de financiamiento.

54. La estrategia apropiada dependerá de la tolerancia que el gobierno asuma frente al riesgo. El grado de tolerancia podrá evolucionar en el tiempo en función del tamaño de la cartera de deuda del gobierno y de la vulnerabilidad de éste ante las perturbaciones económicas y financieras. En general, cuanto mayor sea la cartera de deuda y más elevada la vulnerabilidad del país ante las perturbaciones económicas, mayor será el riesgo potencial de pérdida debido a una crisis financiera o al incumplimiento del gobierno y mayor será el hincapié que deberá hacerse en reducir el riesgo frente a reducir el costo. Las estrategias comprenden selección de vencimientos, monedas y tasas de interés para reducir el riesgo y también que las autoridades fiscales establezcan un límite más severo para la emisión de deuda. Esto último puede que sea la única opción disponible en los países cuyo acceso a los instrumentos de deuda basados en el mercado sea limitado, por ejemplo, los países que dependen principalmente del financiamiento concesionario obtenido de acreedores bilaterales o multilaterales.

55. En los mercados financieros adecuadamente desarrollados, los gestores de la deuda utilizan habitualmente uno de los dos procedimientos siguientes: determinan periódicamente la estructura de la deuda conveniente para orientar las emisiones de nuevos instrumentos de deuda en un período subsiguiente, o establecen puntos de referencia estratégicos que orienten la gestión diaria de la cartera de deuda pública. Por lo general, esos puntos de referencia para la cartera se expresan como objetivos numéricos de los indicadores clave de riesgo de la cartera, como la relación entre deuda a corto plazo y deuda a largo plazo y la composición monetaria deseada y la duración de las tasas de interés de la deuda. La distinción esencial entre estos dos métodos se refiere a la medida en que los gestores de la deuda operen regularmente en los mercados financieros para alcanzar el “punto de referencia”. No obstante, el uso de puntos de referencia estratégicos puede no ser tan pertinente en los países con mercados financieros menos desarrollados para los instrumentos de deuda, pues la falta de liquidez del mercado puede limitar las oportunidades de emitir deuda regularmente con las características deseadas. Aun así, a muchos países con economía de mercado emergente les ha resultado útil establecer “directrices” algo menos rigurosas para la deuda nueva en términos de lo deseado en cuanto a plazos de vencimiento, estructura de tasas de interés y composición monetaria.

composición monetaria de la deuda en moneda extranjera, el plazo medio de vencimiento de la deuda y el perfil de la deuda de próximo vencimiento.

Esas directrices suelen incorporar la estrategia del gobierno para el desarrollo del mercado nacional de instrumentos de deuda.

56. Con respecto a los gobiernos que reajustan con frecuencia el saldo de su deuda, los puntos de referencia estratégicos para la cartera pueden ser instrumentos de gestión muy útiles, ya que representan la estructura de la cartera que el gobierno desea conseguir en función de las preferencias sobre costo y riesgo previstos. Por lo tanto pueden orientar a los gestores de la deuda soberana a los efectos de toma de decisiones sobre cartera y riesgo, por ejemplo, disponiendo que las decisiones de gestión de la deuda acerquen la cartera real a la cartera estratégica de referencia³³. Los gobiernos deberán hacer lo posible para asegurar que el plan de puntos de referencia estratégicos para la cartera está respaldado por un marco de gestión del riesgo en el que los riesgos están adecuadamente especificados y administrados y en el que el riesgo global de la cartera de deuda se ajusta a los márgenes de tolerancia aceptables. Si los mercados están bien desarrollados, los gestores de la deuda deberán tratar de asegurar que la estructura de la deuda deseada o el marco de referencia estratégico son claros y compatibles con los objetivos para la gestión de la deuda, y que se dan a conocer y se explican al público.

5.1 Alcance de la gestión activa

57. Los gestores de la deuda que deseen gestionar activamente la cartera de instrumentos de deuda para aprovechar las expectativas de variación de las tasas de interés y los tipos de cambio, que difieran de las que reflejen implícitamente los precios de mercado corrientes, serán conscientes del riesgo que ello entraña y responsables de sus actos. Esos riesgos consisten en posibles pérdidas financieras y también conflicto de intereses y señales desfavorables con respecto a la política monetaria y fiscal. Para reducir el costo de obtención de fondos sin que aumente el riesgo adoptando las opiniones del mercado, los gestores de la deuda necesitan información o criterios de calidad superior a la que tienen otros participantes del mercado (y además deberán estar en condiciones de realizar transacciones en forma eficiente).

58. Puede suceder que los gestores de la deuda dispongan de mejor información sobre las corrientes financieras del mercado interno y sobre la situación financiera de los participantes en ese mercado gracias al papel privilegiado que tiene el gobierno como supervisor o regulador del sistema financiero. No obstante, a la mayoría de los gobiernos les parece imprudente y contrario a la ética tratar de aprovechar esa información privilegiada, sobre todo en lo que hace al mercado interno. En particular, los encargados de la deuda y los formuladores de la política no deberán negociar tácticamente sobre la base de la información privilegiada que haga referencia a medidas de la política fiscal o monetaria. Ello se debe a que, por lo general, el gobierno es el principal emisor de instrumentos de deuda en el mercado interno, y si compra y vende sus propios valores o

³³No obstante, los gestores de la deuda deberán tener en cuenta el costo de transacción que entraña el continuo reajuste de la cartera de la deuda para hacerla coincidir con el punto de referencia, y también el costo de una modificación en gran escala de la estructura de la cartera en un plazo corto. Por lo tanto, la práctica más generalizada consiste en expresar las características del marco de referencia como una gama para la composición monetaria, la duración de la tasa de interés y el nivel de refinanciamiento.

utiliza instrumentos derivados a los efectos de tratar de obtener ingresos adicionales, podría interpretarse que está manipulando el mercado. Más aún, si los gestores de la deuda adoptan posiciones en tasas de interés o monedas, pudiera interpretarse que los actos reflejan la postura del gobierno con respecto a la orientación futura deseada para las tasas de interés o el tipo de cambio, lo que haría más difícil la tarea del banco central.

59. Sobre los mercados extranjeros de capital, los gestores de la deuda poseen poca o ninguna información sobre el carácter de las corrientes financieras que vaya más lejos de lo que en términos generales ya conoce el mercado. Aun así, algunos gobiernos gestionan activamente su deuda en moneda extranjera con la esperanza de obtener un rendimiento ajustado por el riesgo o para que los responsables de las carteras acumulen más información sobre el mercado con la idea de generar un ahorro de costo en los empréstitos principales. Muchos gobiernos consideran inapropiado este tipo de negociación táctica. En los casos en que este permitido, se deberá llevar a cabo conforme a directrices para la cartera claramente definidas en relación con los límites para posiciones y pérdidas, procedimientos de cumplimiento y comunicación de resultados. En los países en que los gestores de la deuda pública negocian tácticamente en los mercados, esa actividad representa sólo una pequeña parte de la gestión de la cartera del gobierno.

5.2 Pasivos contingentes

60. Al adoptar decisiones en materia de endeudamiento, los gestores de la deuda considerarán los efectos que los pasivos contingentes puedan tener en la posición financiera del gobierno, incluida la liquidez global del mismo. Los pasivos contingentes representan títulos financieros potenciales frente al gobierno aún no realizados, pero pueden dar lugar a una obligación o un pasivo financiero firme en ciertas circunstancias. Puede ser expresos (como las garantías gubernamentales sobre los empréstitos en moneda extranjera obtenidos por ciertos prestatarios nacionales y los planes públicos de seguros como los que protegen frente a las malas cosechas o las catástrofes naturales y también instrumentos como las opciones de venta sobre valores públicos), o implícitos, como en la situación en que el gobierno no está contractualmente obligado a prestar asistencia pero, ex post, decide hacerlo porque cree inaceptable el costo de abstenerse de intervenir. (Son ejemplos el posible rescate de entidades del sector financiero o de empresas de propiedad pública y gobiernos regionales). Sin embargo, a diferencia de lo que sucede con la mayoría de las obligaciones financieras del gobierno, los pasivos contingentes incorporan un cierto grado de incertidumbre: pasan a ser reales sólo si se cumplen determinadas condiciones, y la magnitud del pago que realizará el Fisco depende de la estructura de la operación. La experiencia ha demostrado que este tipo de pasivos contingentes puede alcanzar proporciones considerables sobre todo si entrañan que el gobierno recapitalice el sistema bancario o si son pasivos que surgen debido a programas mal concebidos para la privatización de activos públicos. Si su estructura no prevé incentivos o controles apropiados, los pasivos contingentes se relacionan frecuentemente con riesgo moral para el gobierno, ya que efectuar asignaciones por anticipado puede incrementar la probabilidad de que se transformen en una obligación real. En consecuencia, el gobierno tiene que establecer un equilibrio entre los beneficios que reporte la declaración de pasivos contingentes y las consecuencias de riesgo moral.

61. Los gobiernos deberán controlar el riesgo que asumen con los pasivos contingentes explícitos, y establecer mecanismos que les permitan estar adecuadamente informados sobre los riesgos que entrañan. Además, deberán tener presentes las condiciones que pudieran dar lugar a pasivos contingentes implícitos, como las distorsiones de la política económica que puedan llevar a prácticas deficientes en la gestión de activos y pasivos en el sector bancario. Algunos gobiernos han considerado útil centralizar la función de seguimiento. En todos los casos, los gestores de la deuda deberán estar al tanto de los pasivos contingentes explícitos asumidos por el gobierno.

62. Las autoridades fiscales deberán considerar también la posibilidad de establecer reservas presupuestarias por pérdidas previstas en relación con pasivos contingentes explícitos. Cuando no sea posible derivar una estimación confiable del costo, cabe resumir la información disponible sobre costo y riesgo de los pasivos contingentes, o de una disminución de la liquidez, en las notas adjuntas a los cuadros presupuestarios o las cuentas financieras del gobierno, ya que los pasivos contingentes pueden representar un riesgo considerable para el balance del gobierno.

63. Además, el gobierno puede promover muy eficazmente la reducción del riesgo que entrañan los pasivos contingentes si refuerza las normas prudenciales de supervisión y regulación, introduce un plan apropiado de garantía de los depósitos, lleva a cabo reformas bien concebidas en materia de administración de las empresas públicas y mejora la calidad de la gestión macroeconómica y de la política regulatoria.

6. Desarrollo y mantenimiento de un mercado de valores públicos eficiente

64. Para reducir el costo y riesgo a un mínimo, en el medio a largo plazo, los gestores de la deuda se asegurarán de que las medidas tomadas y las operaciones realizadas son compatibles con la creación de un mercado de valores públicos eficiente. Un mercado de valores eficiente ofrece al gobierno un mecanismo para financiar el gasto público de manera que se reduzca la necesidad de recurrir al banco central para financiar el déficit presupuestario. Además, promoviendo la creación de un mercado activo y líquido para los valores públicos, los gestores de la deuda, junto con el banco central, los supervisores y los reguladores de las instituciones financieras, y los participantes del mercado (véase el recuadro 5), el gobierno puede reducir en el medio a largo plazo el costo del servicio de la deuda, ya que se irán eliminando las primas de liquidez que incorpora el rendimiento al ir decreciendo la deuda pública³⁴. Por otra parte, cuando el riesgo crediticio de los valores públicos es escaso, la rentabilidad de esos instrumentos sirve como punto de referencia

³⁴Algunos gobiernos están llegando a la conclusión de que al decrecer la necesidad de su financiamiento se reduce la liquidez de los mercados de deuda pública. Se plantea así un debate sobre si conviene o no rembolsar rápidamente la masa de deuda. Como alternativa en parte a una recompra de deuda en gran escala, unos pocos gobiernos continúan emitiendo deuda para desarrollar o mantener la liquidez de los mercados financieros. De igual manera, la ausencia de un déficit fiscal sostenido en algunos países ha impedido el desarrollo natural de un mercado para la deuda pública. Algunos gobiernos han decidido que, a pesar de todo, continuarán emitiendo deuda para estimular el desarrollo de un mercado interno de renta fija.

Recuadro 5. Condiciones pertinentes al desarrollo de un mercado de valores públicos eficiente

En la mayoría de los países, el establecimiento de un mercado de valores públicos ha sido crucial para poder crear un mercado líquido y eficiente de instrumentos de deuda internos. Aunque los distintos países han adoptado diferentes enfoques en cuanto a la oportunidad de adopción y la secuencia de las medidas encaminadas a desarrollar esos mercados, se resumen a continuación los elementos principales de muchos de esos programas. Un requisito previo importante para infundir confianza a los inversores consiste en establecer un historial positivo de condiciones macroeconómicas sólidas. A esos efectos deberán aplicarse medidas fiscales y monetarias apropiadas, aunadas a una balanza de pagos y un régimen cambiario viables. Además, para crear un mercado nacional de valores hará falta ocuparse, incluso en las etapas iniciales, de temas como regulación e infraestructura del mercado y demanda y oferta de valores.

Las siguientes son algunas medidas iniciales para desarrollar el *régimen regulatorio del mercado de valores* como respaldo de la emisión y negociación de valores públicos:

- Establecer un marco legal para la emisión de valores.
- Crear un entorno regulatorio que promueva el desarrollo del mercado y permita hacer cumplir prácticas de supervisión bien concebidas.
- Introducir prácticas contables, de auditoría y de declaración de datos apropiadas para el suministro de información sobre el sector financiero.

Es posible desarrollar la *infraestructura del mercado* para crear liquidez en el mercado y reducir el riesgo sistémico como sigue:

- Introduciendo sistemas de comercialización adecuados en función de la escala del mercado de que se trate, lo que comprende el establecimiento de procedimientos eficientes y seguros de custodia, compensación y pago.
- Promoviendo el desarrollo de un sistema de agentes creadores de mercado para que los compradores y vendedores puedan realizar eficientemente sus transacciones a precios que reflejen el valor de mercado.
- Eliminando los impedimentos tributarios o regulatorios que vayan en detrimento de la comercialización de valores públicos.
- Promoviendo, en una etapa ulterior, la creación de espacio para otros instrumentos de mercado monetario y de gestión de riesgos, como operaciones de recompra y futuros y *swaps* de tasas de interés.
- Mediante operaciones del banco central para gestionar la liquidez del mercado.

Para fortalecer la *demanda* de valores públicos es preciso adoptar medidas en un amplio frente, a fin de crear una base de inversores potenciales mediante, entre otras, las siguientes medidas:

- Eliminación de las distorsiones regulatorias y fiscales, que inhiban el desarrollo de inversores institucionales (por ejemplo, reforma de las pensiones).
- Eliminación del financiamiento a tasas inferiores a las del mercado mediante recurso a inversores cautivos.
- Aplicación de normas y de un régimen regulatorio apropiados para la participación de inversores extranjeros en el mercado nacional.

A fin de crear *oferta* de valores públicos, los elementos clave para el establecimiento de un mercado primario eficiente son los siguientes:

- Establecer objetivos claros para la emisión de valores y la gestión de la deuda.
- Elaborar proyecciones básicas sobre las necesidades de liquidez del gobierno.
- Crear canales seguros y eficientes para la distribución de valores (por ejemplo, licitaciones, consorcios, posible utilización de agentes primarios) orientados a atender las necesidades de los inversores y por lo tanto reducir los costos de transacción.
- Ampliar paulatinamente los plazos de vencimiento de los valores públicos.
- Consolidar el número de emisiones de deuda y crear valores estandarizados con plazos de vencimiento convencionales, a los efectos de llegar a establecer puntos de referencia para el mercado.
- Avanzar hacia una gestión previsible y transparente de la deuda, por ejemplo, mediante calendarios de emisión anunciados por anticipado, y una difusión más amplia de las necesidades de financiamiento y los resultados de las licitaciones.

El tema del desarrollo de mercados de valores públicos se analiza en forma más detallada en la publicación *Handbook on Development of Government Bond Markets*, de próxima aparición, elaborada por el Banco Mundial en colaboración con el Fondo Monetario Internacional.

para la determinación del precio de otros activos financieros, por lo que constituyen un agente catalizador del desarrollo general de un mercado monetario y de bonos que sea activo y líquido. Se contribuye así a mitigar los efectos de las perturbaciones internas e internacionales que afecten a la economía, brindando a los prestatarios financiamiento interno de fácil acceso, y es especialmente valioso en momentos de inestabilidad financiera mundial, en que a los prestatarios cualitativamente inferiores puede resultarles difícil obtener financiamiento externo. El gobierno deberá ser especialmente cuidadoso con el endeudamiento externo.

65. La experiencia indica que no existe un único enfoque óptimo para el desarrollo de un mercado eficiente de valores públicos. Los países de la OCDE, por ejemplo, han establecido mercados de ese género utilizando una amplia gama de enfoques que suponen diferentes secuencias y ritmos para la reforma y la desregulación. No obstante, la experiencia de muchos países en cuanto a la creación de esos mercados pone de manifiesto la importancia de un marco de política macroeconómica bien concebido, reformas debidamente diseñadas para la adopción y creación de instrumentos de política monetaria basados en el mercado y una determinación cuidadosa de la secuencia de las medidas de eliminación de las normas reguladoras en la cuenta de capital.

6.1 Diversificación de la cartera e instrumentos

66. El gobierno procurará crear una amplia base de inversores para sus instrumentos de deuda internos y externos, teniendo debidamente en cuenta costos y riesgos, y tratará a todos los inversores por igual. Los emisores de deuda pueden respaldar el logro de este objetivo diversificando la masa de la deuda a lo largo de la curva de rentabilidad o utilizando una gama de instrumentos de mercado. Este tipo de medidas puede ser especialmente beneficioso para los países de mercado emergente que deseen reducir a un mínimo el riesgo de renovación. Pero los emisores también tendrán que tener en cuenta el costo que ello representa y las distorsiones que pueden surgir en el mercado, pues los inversores quizá prefieran determinados segmentos de la curva de rentabilidad o ciertos tipos de instrumentos. En los mercados menos desarrollados, además, la curva de rentabilidad nominal puede comprender sólo valores de plazo relativamente corto. Tratar de ampliar rápidamente la curva de rentabilidad más allá de ese punto puede no ser práctico ni factible. Por ello, algunos países de mercado emergente han emitido un gran volumen de deuda a largo plazo indexada por la inflación y de deuda con tasa de interés variable, ya que estos instrumentos pueden resultar atractivos para los inversores en los países en que el endeudamiento público es elevado y la credibilidad de las autoridades monetarias es baja.

67. De la misma manera que los inversores procuran diversificar sus riesgos adquiriendo distintos tipos de valores e inversiones, los gestores de la deuda deberán tratar de diversificar el riesgo de sus carteras emitiendo valores en diferentes puntos de la curva de rentabilidad (diferentes fechas de vencimiento), emitiendo valores en momentos diferentes a lo largo del año (en lugar de emitir un gran volumen de valores en una oferta única), ofreciendo valores con diferentes características de flujo de efectivo (por ejemplo, instrumentos de cupón fijo o tasa de interés variable, nominales o indexados) y valores orientados a inversores específicos (por ejemplo, inversores mayoristas o minoristas y, en

determinadas circunstancias, inversores nacionales o extranjeros)³⁵. En el desempeño de esta actividad, los gestores de la deuda deberán esforzarse por tratar por igual a todos los inversores y, en la medida de lo posible, desarrollar la liquidez global de los instrumentos de deuda. Se incrementará así el atractivo para los inversores y se reducirá la prima de liquidez que éstos exigen, además de reducir el riesgo de que el precio de los valores públicos se vea muy afectado por las acciones de un número pequeño de participantes en el mercado. Mediante un enfoque bien equilibrado que lleve a ampliar la base de inversores y a dispersar el riesgo de renovación, al tiempo que se tienen en cuenta las ventajas de ir desarrollando de emisiones líquidas de referencia, se promoverá el objetivo de reducir a largo plazo el costo de la deuda.

68. La oferta de una gama de instrumentos de gestión de la deuda con atributos estandarizados en el mercado interno ayuda a crear mercados financieros más completos, lo que permite a todos los participantes dotar de mejor cobertura a sus compromisos y riesgos financieros, con la consiguiente reducción de las primas de riesgos y, en forma más general, de la vulnerabilidad de la economía.

69. Cuando corresponde, emitir instrumentos con opciones incorporadas (como bonos de ahorro a la vista) también puede promover la diversificación de los instrumentos. No obstante, aunque existan razones válidas para emitir esos instrumentos, los administradores de la deuda, actuando en forma considerablemente prudente, deben cerciorarse de que los riesgos inherentes a las opciones integradas y a otros instrumentos derivados sean tenidos en cuenta en el marco de gestión de riesgos, y que el emisor y otros participantes del mercado conozcan adecuadamente los instrumentos y los riesgos.

6.2 Mercado primario

70. Las operaciones de gestión de la deuda en el mercado primario serán transparentes y previsibles. Sea cual fuere el mecanismo utilizado para la obtención de financiamiento, la experiencia revela que en general se minimiza el costo de obtención de fondos, y el mercado desempeña con más eficiencia sus funciones, si las operaciones del gobierno son transparentes —lo que se logra, por ejemplo, publicando con suficiente antelación los planes de empréstito y siendo coherente en la emisión de nuevos valores— y si el emisor ofrece iguales condiciones a todos los inversores. Las condiciones de las nuevas emisiones deberán anunciarse y ser de fácil comprensión para los inversores. Todos los inversores deberán recibir el mismo trato. Además, los gestores de la deuda deberán mantener un diálogo continuo con los participantes del mercado y estar al corriente de la evolución de este último, para poder reaccionar con rapidez si las circunstancias lo exigen.

71. En la medida de lo posible, se utilizarán para la emisión de instrumentos de deuda mecanismos basados en el mercado, entre los que se incluyen las licitaciones y los consorcios. En el mercado primario de valores públicos, el criterio de mejor práctica

³⁵ Algunos países están estudiando la posibilidad de incluir en los instrumentos de deuda cláusulas de renegociación o sobre medidas colectivas, como normas para la adopción de decisiones por voto mayoritario.

indica que el gobierno deberá esforzarse, si es factible, en utilizar mecanismos basados en el mercado para obtener el financiamiento. Si se tratara de un empréstito en moneda nacional, lo más corriente es que se liciten los valores, aunque cuando no se necesita obtener fondos regularmente o se introduce un nuevo instrumento en el mercado se ha utilizado con éxito el sistema de consorcio³⁶. Salvo en raras ocasiones, el gobierno deberá abstenerse de cancelar una licitación debido a las condiciones imperantes en el mercado, ni tampoco deberá reducir el monto adjudicado a una cantidad situada por debajo del nivel de oferta ya anunciado, porque desee alcanzar un objetivo a corto plazo de costo del servicio de la deuda. La experiencia demuestra que este tipo de acción deteriora la credibilidad y compromete la integridad del proceso de la licitación, encarece las primas de riesgo, afecta al desarrollo del mercado y, a largo plazo, incrementa el costo del servicio de la deuda.

6.3 Mercado secundario

72. El gobierno y el banco central fomentarán el desarrollo de mercados secundarios flexibles que funcionen adecuadamente en una amplia gama de condiciones del mercado. En muchos países, los gestores de la deuda y los bancos centrales colaboran estrechamente con los reguladores del sector financiero y los participantes del mercado para fomentar ese desarrollo. En ese contexto deberá respaldarse el esfuerzo que realicen dichos participantes para elaborar códigos de conducta para los agentes en las transacciones, y colaborar con ellos para asegurar que las prácticas y sistemas de negociación evolucionan continuamente y reflejan las mejores prácticas. También podrá promoverse el desarrollo de un mercado activo de operaciones de recompra, que dará más liquidez a los valores subyacentes, y minimizar el riesgo crediticio mediante la colateralización³⁷.

73. El gobierno puede promover el desarrollo y mantenimiento de un mercado secundario eficiente para los valores públicos si elimina los impedimentos tanto tributarios como regulatorios que inhiban los planes de los inversores para negociar valores. Entre otras cosas, podrá eliminar las disposiciones regulatorias que hacen de los intermediarios financieros fuentes de financiamiento cautivas a una tasa de interés baja; también cabría modificar la política tributaria en la medida en que distorsione la inversión en activos financieros y no financieros y la negociación de los mismos. Por otra parte, es frecuente que los procedimientos gubernamentales de regulación de los mercados financieros y de los participantes del mercado incluyan una amplia gama de requisitos sobre declaración

³⁶ Algunos gobiernos han comprobado que establecer en el mercado una red de agentes especialistas puede ser un mecanismo útil para distribuir los valores y promover la formación de mercados más profundos y líquidos. Algunos países han utilizado agentes primarios a esos efectos, en tanto que otros han tratado de promover una mayor apertura del mercado financiero. En los casos en que operan agentes primarios hará falta definir y dar a conocer los incentivos y obligaciones, así como los requisitos que deberán cumplir dichos agentes.

³⁷ Comité sobre el sistema financiero mundial, "How Should We Design Deep and Liquid Markets? The Case of Government Securities", Banco de Pagos Internacionales, Basilea, octubre de 1999.

de datos y supervisión, cuyo objeto es reducir el riesgo de fraude y limitar el riesgo de que los participantes del mercado adopten prácticas imprudentes para la gestión de activos y pasivos que pudieran significar que el riesgo de insolvencia y de crisis sistémica del sistema financiero fuera más alto.

74. Gracias a la aplicación de una política monetaria bien concebida, los bancos centrales cumplen un papel decisivo como promotores del desarrollo y mantenimiento de mercados eficientes de valores públicos. La ejecución, por parte del banco central, de una política monetaria compatible con los objetivos declarados hace que los participantes del mercado estén más dispuestos a realizar transacciones en toda la curva de rentabilidad. Para la implementación de la política monetaria, los bancos centrales recurren, con creciente frecuencia, a instrumentos indirectos que entrañan transacciones en valores públicos. El diseño y la utilización adecuados de esos instrumentos suelen contribuir de manera importante a la creación de mercados activos y líquidos para esos valores. Por ejemplo, las operaciones diarias de mercado abierto que implementan la política monetaria pueden promover la liquidez adecuada del mercado y contribuir así a que los mercados financieros funcionen bien.

75. Los sistemas utilizados para el pago y la compensación de las transacciones de valores públicos en el mercado financiero se ajustarán a las prácticas de buen hacer³⁸. Los sistemas adecuados y eficientes para pago, liquidación y compensación minimizan el costo de transacción en el mercado de valores públicos y limitan el riesgo sistémico en el sistema financiero, promoviendo de esa manera el menor costo para el financiamiento del gobierno. Normalmente, los organismos responsables de los sistemas de pago, liquidación y compensación de las transacciones financieras colaboran estrechamente con los participantes del mercado a fin de asegurar que los sistemas funcionan debidamente en una amplia gama de condiciones de negociación.

³⁸Los siguientes son estudios pertinentes en este campo: recomendaciones del Grupo de los Treinta (G-30) relativas a compensación y liquidación de transacciones en valores (1989) que abarcan nueve principios generales sobre aspectos como depositarías centrales, sistemas de determinación de valores netos, sistemas de entrega o de pago, convenciones sobre pagos y préstamo de valores; el *Marco de declaración para los sistemas de liquidación de valores* publicado por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CSPL) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), 1997, *Core Principles for Systemic Important Payment Systems* (CSPL), 2001 y el informe *Recommendations for Securities Settlement Systems* (2001) elaborado por un grupo de trabajo conjunto del CSPL y la OICV.